

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA**  
**CENTRO SÓCIO ECONÔMICO**  
**DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS DA ADMINISTRAÇÃO**  
**TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO**

MARLEY TORQUATO DA ROSA

**Valuation: um estudo de caso no setor do varejo em Santa Catarina**

FLORIANÓPOLIS

2015

**MARLEY TORQUATO DA ROSA**

**VALUATION: UM ESTUDO DE CASO NO SETOR DO VAREJO EM SANTA  
CATARINA**

*Trabalho de Conclusão de Curso  
apresentado como requisito para a obtenção  
do grau de Bacharel em Administração pela  
Universidade Federal de Santa Catarina.*

*Área de concentração: Finanças*

*Orientador: Prof. Dr. Marcus Vinícius  
Andrade de Lima*

**FLORIANÓPOLIS**

**2015**

Marley Torquato da Rosa

**VALUATION: UM ESTUDO DE CASO NO SETOR DO VAREJO EM SANTA CATARINA**

Este Trabalho de Conclusão de Curso foi julgado adequado e aprovado na sua forma final pela Coordenadoria de Estágios e Monografias do Departamento de Ciências da Administração da Universidade Federal de Santa Catarina

**Florianópolis, \_\_\_\_ de \_\_\_\_\_ de 2015.**

---

Profª. Evelize Welzel Drª  
Coordenadora de monografias

**Professores Avaliadores:**

---

Prof. Dr. Marcus Vinicius Andrade De Lima,  
Orientador  
Universidade Federal de Santa Catarina

---

Prof. Dr. Gilberto de Oliveira Moritz,  
Avaliador(a)  
Universidade Federal de Santa Catarina

---

Prof. Dr. Claudelino Martins Dias Junior,  
Avaliador(a)  
Universidade Federal de Santa Catarina

Aos que sempre acreditaram em mim e estiveram presentes em minha vida, mesmo quando distantes: meus pais. Agradeço com especial carinho a minha namorada por todo seu amor e compreensão nos momentos mais difíceis, e a seus pais que sempre me apoiaram e muito contribuíram para a conclusão deste trabalho. Também agradeço aos meus familiares e amigos por seu apoio.



## **AGRADECIMENTOS**

Ao acolhimento que esta Universidade Federal de Santa Catarina propiciou a cada um de nós graduandos, ao corpo docente, a direção, o esmero de cada servidor que fez com que minha passagem por esta casa, tenha sido tão proveitosa e de grande valor em minha vida.

Aos meus professores de toda graduação, em especial meu orientador, Professor Dr. Marcus Vinicius, que me cedeu seu tempo, para me auxiliar e guiar para a conclusão deste projeto.

E a todos com que trabalhei, como uma equipe, tanto dentro da vida acadêmica, como fora da mesma, tornando uma verdadeira relação de amizade e confiança.

ROSA, Marley Torquato. **Valuation: um estudo de caso no setor do varejo em Santa Catarina** - Departamento de Ciências da Administração, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2015.

## **RESUMO**

O presente trabalho, por meio de ferramentas financeiras, tem como finalidade medir o valor de uma empresa do setor varejista, onde os resultados foram utilizados para identificar sua situação e paralelamente proceder a uma comparação com os resultados obtidos por seus concorrentes. A medição de valor pode ser entendida também como uma forma de gestão, sendo possível se identificar níveis que venham a impactar no valor final da empresa, seja reduzindo custos ou aumentando a rentabilidade dos processos da empresa. Ao atuar em um mercado mais competitivo a preocupação do empresário deve estar centrada em como aumentar sua rentabilidade e/ou capacidade de geração de recursos para seus stakeholders. Desta forma, este projeto foi realizado tendo como base a fundamentação teórica, bem com, documentos contábeis de uma empresa varejista de pequeno porte da Grande Florianópolis e de duas empresas concorrentes.

**Palavras-chave:** aferição, empresa, crescimento e varejo, gestão baseada em valor, avaliação de empresas.

## **ABSTRACT**

This research paper, through financial tools, aims to measure the value of a company in the retail sector, where the results were used to identify their current situation and, in parallel, make a comparison with the results obtained by their competitors. The measured value can also be understood as a form of management, making it possible to identify levels that may impact the final value of the company, either by reducing costs or increasing profitability of business processes. By acting in a competitive market the main concern of the entrepreneur should be focusing on how to increase their profitability and/or the capacity of resource generation to its stakeholders. Thus, this project was carried out based on the theoretical foundation, as well as, accounting documents of a small retailer of Florianópolis and two competing companies.

**Keywords:** price measurement, company, growth and market share, valuation, value based management.

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Balanço Patrimonial 2011 (Continua) .....	52
Tabela 2 - Balanço Patrimonial 2012 (Continua) .....	53
Tabela 3 - Balanço Patrimonial 2013.....	54
Tabela 4 - Demonstração do Resultado 2011 .....	55
Tabela 5 - Demonstração do Resultado 2012 .....	56
Tabela 6 - Demonstração do Resultado 2013 .....	57
Tabela 7 - Nível 1 de Value Driver.....	58
Tabela 8 - Nível 2 de Value Driver.....	59
Tabela 9 - Necessidade de Capital de Giro “Empresa varejista” .....	65
Tabela 10 - Fluxo de Caixa Livre “Empresa varejista” .....	65
Tabela 11 - Crescimento do FCLS para “Empresa varejista”.....	66
Tabela 12 - Projeção de crescimento “Empresa varejista” .....	67
Tabela 13 - Projeção do valor explícito da “Empresa varejista” .....	69
Tabela 14 - Projeção do Valor não explícito da “Empresa varejista”.....	69
Tabela 15 - Valor da “Empresa varejista” em três cenários.....	70
Tabela 16 - Crescimento do FCLS da empresa A e B.....	70
Tabela 17 - Fluxo de Caixa livre para os Sócios empresa A.....	71
Tabela 18 - Valor de cada ano projetado da empresa A.....	74
Tabela 19 - Valor explícito da empresa A .....	74
Tabela 20 - Valor não explícito da empresa A.....	75
Tabela 21 - Valor da empresa A.....	75
Tabela 22 - Fluxo de Caixa livre para a empresa e para os sócios em 2013, empresa B .....	76
Tabela 23 - Constituição do Capital da empresa B .....	77
Tabela 24 - Valor projetado da Empresa B .....	79
Tabela 25 - Valor Período explícito empresa B.....	79
Tabela 26 - Valor do Período não explícito da empresa B.....	80
Tabela 27 - Valor da Empresa B.....	80
Tabela 28 - Valor da “Empresa varejista” (Comparação) .....	82
Tabela 29 - Valor da Empresa A (Comparação) .....	82
Tabela 30 - Valor da Empresa B (Comparação) .....	82
Tabela 31 - Crescimento FCLS para todas as empresas.....	85
Tabela 32 - Valor da “Empresa varejista” .....	85

## LISTA DE FÓRMULAS

Equação 1 - Índice de Endividamento a Longo Prazo .....	28
Equação 2 - Índice Total de Endividamento.....	28
Equação 3 - Índice de Capital de Giro Líquido sobre o Total de Ativos.....	29
Equação 4 - Índice de Liquidez Corrente.....	30
Equação 5 - Índice de Liquidez Seca .....	30
Equação 6 - Índice de Liquidez Geral .....	31
Equação 7 - Índice de Giro dos Ativos.....	31
Equação 8 - Índice de Giro de Estoque(1).....	32
Equação 9 - Índice de Giro de Estoque(2).....	32
Equação 10 - Margem de Lucro Bruto.....	33
Equação 11 - Margem de Lucro Operacional.....	33
Equação 12 - ROA (1) .....	34
Equação 13 - ROA (2) .....	34
Equação 14 - ROE .....	34
Equação 15 - ROE simplificado .....	35
Equação 16 - VEA .....	36
Equação 17 - Valor da Empresa (pelo VEA) .....	36
Equação 18 - Valor da empresa pelo Valor da Opção .....	36
Equação 19 - Valor da empresa pelo FCD .....	37
Equação 20 - KI .....	39
Equação 21 - Ke .....	40
Equação 22 - Ke com aplicação no mercado brasileiro .....	41
Equação 23 - WACC .....	42
Equação 24 - WACC com ações preferencias .....	42
Equação 25 - Beta .....	43
Equação 26 - Beta não alavancado.....	43
Equação 27 - Beta alavancado.....	44
Equação 28 - Beta de companhias fechadas.....	44
Equação 29 - Beta utilizando fatores fundamentais.....	45
Equação 30 - Cálculo do índice de capital de giro líquido sobre o total de ativos.....	60
Equação 31 - Cálculo do índice de liquidez corrente .....	61
Equação 32 - Cálculo do índice de liquidez seca.....	61
Equação 33 - Cálculo do índice de liquidez geral .....	61
Equação 34 - Cálculo do índice de giro dos ativos.....	62
Equação 35 - Cálculo do índice de giro de estoque.....	62
Equação 36 - Cálculo da margem de lucro bruto .....	63
Equação 37 - Cálculo da Margem de Lucro Operacional .....	63
Equação 38 - Cálculo do ROA.....	64

Equação 39 - Cálculo do ROE .....	64
Equação 40 - Cálculo do Valor de cada ano Projetado “Empresa varejista” .....	66
Equação 41 - Valor explícito pelo FCD da “Empresa varejista” .....	67
Equação 42 - WACC da “Empresa varejista” .....	67
Equação 43 - Beta da “Empresa varejista” .....	68
Equação 44 - Cálculo do Ke da “Empresa varejista” .....	68
Equação 45 - Valor presente “Empresa varejista” .....	69
Equação 46 - 1ª Etapa do período não explícito da “Empresa varejista” .....	69
Equação 47 - 2ª Etapa do período não explícito da “Empresa varejista” .....	69
Equação 48 - Custo de Capital de Terceiros Líquido da Empresa A .....	72
Equação 49 - Beta da Empresa A .....	72
Equação 50 - Custo de capital próprio da Empresa A .....	72
Equação 51 - Cálculo do WACC Empresa A .....	73
Equação 52 - Cálculo do valor de cada ano projetado da empresa A .....	74
Equação 53 - FCD da empresa A .....	74
Equação 54 - 1ª Parte do Cálculo Empresa A Período não explícito .....	75
Equação 55 - 2ª Parte do Cálculo Empresa A Período não explícito .....	75
Equação 56 - Kil empresa B .....	77
Equação 57 - Beta da empresa B .....	77
Equação 58 - Cálculo do Ke empresa B .....	78
Equação 59 - WACC empresa B .....	78
Equação 60 - Valor de cada ano projetado empresa B .....	78
Equação 61 - Cálculo do Valor explícito da empresa B .....	79
Equação 62 - 1ª Etapa do Cálculo do período não explícito Empresa B .....	79
Equação 63 - 2ª Etapa do Cálculo do período não explícito Empresa B .....	80
Equação 64 - Custo de capital próprio efeito comparativo .....	81
Equação 65 - Beta da empresa efeito comparativo .....	81
Equação 66 - Beta da empresa efeito comparativo .....	85
Equação 67 - 1ª etapa do valor não explícito .....	85
Equação 68 - 2ª etapa do valor não explícito .....	85

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>13</b>
1.1	OBJETIVOS DA PESQUISA.....	15
1.1.1	Objetivo geral.....	15
1.1.2	Objetivos específicos.....	15
1.2	JUSTIFICATIVA DO ESTUDO .....	15
1.3	ESCOPO DO PROJETO .....	16
<b>2</b>	<b>FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....</b>	<b>17</b>
2.1	GESTÃO BASEADA EM VALOR .....	17
2.1.1	Value drivers .....	18
2.2	SETOR VAREJISTA.....	21
2.2.1	Setor de Livrarias e Papelarias .....	24
2.3	DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS E MEDIDAS DE DESEMPENHO.....	26
2.3.1	Indicadores de alavancagem .....	27
2.3.2	Indicadores de liquidez.....	28
2.3.3	Indicadores de eficiência.....	31
2.3.4	Indicadores de rentabilidade .....	32
2.3.5	Sistema Du pont .....	33
2.4	AValiação DE EMPRESAS.....	35
2.4.1	Método de Avaliação Econômicas de empresa.....	35
2.4.2	Metodologia e Fluxo de caixa descontado .....	37
2.4.3	Taxas de desconto .....	38
2.4.4	Estimando o valor do Beta.....	43
2.4.5	Estimando o Fluxo de Caixa Livre para o Acionista.....	45
<b>3</b>	<b>METODOLOGIA DA PESQUISA .....</b>	<b>48</b>
3.1	TIPO DE PESQUISA .....	48
3.2	METODOLOGIA DE SELEÇÃO.....	49
<b>4</b>	<b>ESTUDO DE CASO .....</b>	<b>51</b>
4.1	DEMONSTRATIVOS .....	52
4.1.1	Balanços Patrimoniais.....	52
4.1.2	Demonstrações de Resultado .....	55
4.2	VALUE DRIVERS .....	58
4.2.1	Nível 1: Margem de lucro .....	58
4.2.2	Nível 2: Mix de Clientes e Aproveitamento operacional.....	58

4.2.3	Nível 3 - Porcentagem de contas rotativas .....	59
4.3	ÍNDICES FINANCEIROS.....	60
4.3.1	Indicador de Alavancagem .....	60
4.3.2	Indicador de Liquidez.....	60
4.3.3	Indicador de eficiência .....	62
4.3.4	Indicador de Rentabilidade.....	63
4.3.5	Sistema duPont.....	64
4.4	AVALIAÇÃO DA EMPRESA.....	64
4.4.1	Fluxo de caixa indireto .....	64
4.4.2	Projeções e cálculos do valor.....	66
4.5	VALOR DE EMPRESAS CONCORRENTES NA REGIÃO DO KOBRA SOL .....	70
4.5.1	Valuation - Empresa A.....	71
4.5.2	Valuation – Empresa B .....	75
4.5.3	Comparação de Resultados: Empresas concorrentes e “Empresa varejista” .....	80
<b>5</b>	<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>83</b>
5.1	CUMPRIMENTO DOS OBJETIVOS DE PESQUISA.....	83
5.2	QUANTO AO TEMA ABORDADO .....	84
5.3	CONTRIBUIÇÕES AO CURSO DE ADMINISTRAÇÃO .....	86
5.4	LIMITAÇÃO E CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	86
	<b>REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICAS.....</b>	<b>88</b>



## 1 INTRODUÇÃO

Podemos admitir que no mundo, todos os bens tem um valor, e para cada um há um preço estipulado. Dito desta maneira, todas as transações que são assumidas diariamente possuem um determinado valor, seja ele sentimental ou financeiro. Quando é efetuada a compra de um bem há uma motivação regida por um leque variável de condicionantes que impulsionam para a aquisição deste produto. E são estas as condições que possibilitam mensurar o valor que será pago por este bem e o seu real valor de mercado. Na administração financeira diferentes teorias permitem avaliar o valor dos ativos e em particular o valor de uma empresa. Mas, assim como as pessoas agem por impulsos emocionais ao comprarem determinados bens, o valor de uma empresa além de estar baseado em valores de mercado, poderá também estar condicionado aos valores emocionais pertinentes a seus proprietários. Independentemente das teorias em que estarão baseados estes valores, eles serão estabelecidos no decorrer da exposição dos argumentos de cada parte envolvida na transação.

No processo evolutivo da sociedade muitos foram os acontecimentos políticos e socioeconômicos que tornaram-se imprescindíveis para a contínua transformação dos mercados. Esta mudança foi e continuará sendo acompanhada por teóricos que buscam descrever os comportamentos suscetíveis e necessários do mercado globalizado.

Frente a esta evolução há uma divergência entre as diferentes teorias financeiras, e que de acordo com Ferreira, Silva e Guilherme (2009), podem ser assim sintetizadas : Teoria Tradicional: o mercado age de maneira irracional ; Teoria Comportamental: agentes econômicos são estritamente racionais; Teoria moderna: o homem é normal, portanto, é ora irracional, ora racional. Estas teorias norteiam a administração financeira quanto ao valor de um ativo, e neste estudo de caso, o valor das empresas.

O mercado seja ele mundial, regional ou local vem ao longo do tempo e de uma forma cada vez mais intensa, obrigado a modificar seu Modus Operandi para poder acompanhar as novas exigências de um mundo globalizado. Ao longo deste processo transformador, suas operações são determinadas por fatores tangíveis e intangíveis, e estes por sua vez, condicionam a volatilidade dos seus valores.

Estas transformações afetam e direcionam as ações de todos os setores de uma empresa, que juntamente com determinadas variáveis, impõem-se a todos os seus setores afetando todas as cadeias produtivas, independente do bem que se produz ou comercialize.. Estes fatores se farão presentes no momento de determinar os valores a serem aplicados desde

os produtos mais sofisticados, sejam do ramo da tecnologia ou da construção civil até os mais elementares objetos de uso doméstico.

Na área da gestão, o administrador necessita encontrar alternativas seguras para superar um grande obstáculo, que é o de administrar o valor. Devendo sempre ter como meta que este valor possa a longo prazo, permitir que a empresa obtenha um retorno excedente das suas despesas, e ao mesmo tempo atuar para que este retorno sempre seja menor que o custo médio ponderado (WACC). Segundo Copeland, Koller e Murrin (2000), uma empresa só apresenta rentabilidade quando o retorno sobre o capital investido for o mesmo que o custo do capital, porém ressaltam, que para a em um determinado momento esta não sofra o risco destruir valor, este plano deverá ser aplicado a longo prazo.

Atualmente dispomos de diversas ferramentas que permitem solucionar este problema, e neste estudo de caso, nos fundamentaremos na teoria que é parte da Firm Foundation Theory (Teoria Tradicional), e que para Malkiel (2012), a ferramenta utilizada nesta teoria é chamada de Fluxo de Caixa Descontado, cuja importância é determinar qual o valor intrínseco de cada organização e o valor de suas ações. Sendo que este valor é determinado por uma projeção calculada sobre o total dos dividendos da organização ou utilizando dados sobre o total do lucro gerado. Muller e Teló (2003), também confirmam esta importância, quando afirmam que são muitos os objetivos envolvidos quando se pretende avaliar uma empresa, sendo que o principal motivo é determinar o valor intrínseco da mesma. Apontam também algumas dificuldades para se determinar este valor, seja em decorrência da impossibilidade de se ter acesso a um conjunto de informações pertinentes a esta avaliação, ou pelo fato de que ainda hoje não dispomos de um modelo avaliativo considerado plenamente perfeito. Mas para que estas dificuldades sejam parcialmente superadas, a avaliação deverá utilizar o maior número possível de informações disponíveis, fazendo uso do modelo avaliativo mais indicado, permitindo desta maneira, que após a aplicação do mesmo sobre todas as informações coletadas, se obtenha como resultado uma aproximação real do valor da organização.

É muito grande e variado o número de informações utilizadas com este propósito, baseando-se em determinados parâmetros, tais como, o crescimento do mercado na qual a empresa está inserida, custo de capital, sua perpetuidade, os demonstrativos contábeis dos anos anteriores, a capacidade de geração de valor que a empresa possui, a sua localização espacial e estratégica, considerando-se também um determinado valor intangível, que é a marca da empresa. Após a análise e mensuração de todos estes dados consegue-se uma projeção mais detalhada do valor real da organização.

À vista dessas considerações, o presente projeto de pesquisa propõe-se o seguinte questionamento:

Como calcular o valor de uma empresa limitada do setor varejista?

## 1.1 OBJETIVOS DA PESQUISA

Esta seção apresenta o objetivo geral e os objetivos específicos que tem como função nortear o trabalho de pesquisa, bem como, contextualizar o tema com a realidade do setor varejista de Santa Catarina.

### 1.1.1 Objetivo geral

Calcular o valor de uma empresa limitada do setor varejista.

### 1.1.2 Objetivos específicos

- Analisar os índices contábeis e financeiros da situação atual da empresa;
- Definir as variáveis que sustentam a projeção do fluxo de caixa;
- Definir o custo médio ponderado de capital (CMPC) da empresa; e
- Construir o fluxo de caixa pelo método indireto.
- Comparar o valor da Empresa limitada do setor varejista, com as principais concorrentes.

## 1.2 JUSTIFICATIVA DO ESTUDO

O presente estudo apresenta três vertentes que constituem a Justificativa:

### · Importância

O estudo de caso possui relevância devido ao fato de que “Empresa varejista”, que é uma empresa familiar, que atua no mercado há 25 anos, e jamais ter sido submetida a uma avaliação ou diagnóstico de suas atividades desde que foi criada até o presente momento. Portanto, esse estudo pretendeu cumprir com dois objetivos: Definir o valor da empresa, e Identificar a capacidade de rendimento da instituição quanto ao retorno do capital investido.

### · Oportunidade

O estudo foi realizado em um momento adequado levando-se em consideração que a empresa não possui um estudo ou avaliação sobre sua situação e seu valor no mercado. Ele buscou trazer informações pertinentes, que viabilizaram o problema de pesquisa

ao determinar o valor através de Ferramentas que utilizam três demonstrativos: Fluxo de Caixa, DRE, e Balanço Patrimonial.

- Viabilidade

O estudo é viável devido a que tenha sido baseado em um tema amplamente discutido nas áreas financeiras, e também pelo fato, de que todas as informações e dados contábeis que serviram de sustentação para a problemática deste estudo, foram disponibilizados através de reuniões realizadas com os proprietários da Empresa, e por sua Assessoria Contábil.

### 1.3 ESCOPO DO PROJETO

O presente trabalho foi dividido da seguinte forma: na primeira seção, foi feito um levantamento bibliográfico dividido em quatro tópicos: gestão baseada em valor, estudo sobre o setor varejista com enfoque em livrarias e papelarias, análises e índices financeiros e por fim o principal tópico que trata a avaliação de empresas e os modelos de precificação de empresas. No segundo tópico, foi descrito a metodologia realizada para a execução do estudo de caso. No terceiro, o estudo de caso que foi norteado pelos objetivos específicos levantados na introdução, embasados nos dados obtidos pelo levantamento bibliográfico e também pelos demonstrativos obtidos pelas empresas. E na última seção, a conclusão do projeto, que trás a importância sobre o tema e o cumprimento dos objetivos de pesquisa.

## 2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

### 2.1 GESTÃO BASEADA EM VALOR

Um dos objetivos para que se determine o valor de uma empresa de acordo com Martelanc, Pasin e Cavalcante (2005), é que este pode vir a ser utilizado com fins internos, neste sentido, afirmam que o *valuation* de uma organização pode ser utilizado como uma ferramenta eficaz para medir tudo o que se refere a eficiência das atividades da organização, onde suas aplicações tem como objetivo final impactar nas decisões estratégicas, financeiras e operacionais da empresa. A importância da aplicação desta ferramenta, decorre do fato de que esta contribui para que a organização esteja focada na gestão baseada em valor (GBV).

Segundo Copeland, Koller e Murrin (2000), a VBM envolve diferentes variáveis de uma empresa, suas técnicas e processos gerenciais e quando são devidamente aplicadas tem como finalidade alcançar a meta financeira da empresa, que é a geração de valor. Ainda de acordo com os autores, cabe a administração durante todo este processo, enfatizar a valorização e a importância quanto ao cumprimento dos principais Value Drivers da empresa.

Para Araújo (2002), quando determinados planejamentos são aplicados conjuntamente com novas medidas do sucesso empresarial, acabam criando condições para a criação de valor aos seus proprietários/acionistas. Estes planejamentos devem envolver todos os recursos disponíveis na empresa tendo como finalidade produzir vantagens competitivas, porém para que isso ocorra, é necessário que se faça uma exposição detalhada de cada um destes planejamentos, indicando que ações deverão ser aplicadas e como pretendem atingir um nível de competitividade que resulte na criação de valor.

Já para Assaf Neto (2012), a gestão baseada em valor seria aquela capaz de proporcionar condições para que o mercado desenvolva meios de criar riqueza a seus acionistas, ao buscar a remuneração dos custos implícitos ao capital investido. A gestão baseada em valor visa o retorno a longo prazo, criando condições para que a empresa assegure sua perpetuidade e mantenha sua competitividade frente ao mercado, ao mesmo tempo que vá se beneficiando com um aumento significativo da riqueza. Ressaltando porém, que estes objetivos só serão atingidos a partir do momento em que a empresa priorizar o rigor nas decisões implementadas.

Para ser considerada geradora de valor uma empresa precisa demonstrar sua capacidade de gerar uma rentabilidade superior ao que foi previsto por seus proprietários de

capital, isto é, seus credores e acionistas. E se em um determinado momento o resultado do lucro contábil não for suficiente para cobrir o custo do capital investido, a empresa se verá diante de dois sérios problemas: um seria a diminuição da riqueza de seus proprietários e o outro a desvalorização de seu valor de mercado Assaf Neto (2009).

Segundo Tomaselli (2002), Administração Baseada em Valor (VBM do inglês Value Based Management), foi criada para permitir ao administrador de empresas reconhecer determinadas variáveis condicionantes, os *Value Drivers*, que estão localizados em determinados setores da empresa e que são avaliados como criadores de valor pelo próprio mercado. Para o autor, a grande contribuição da VBM é que permite identificar e maximizar o valor de determinados *Value Drivers*, e que irão desempenhar um papel fundamental como sujeitos condicionantes do aumento do valor da empresa perante seus acionistas.

O modelo de gestão voltada para o valor - GBV segundo Assaf Neto (2012, p. 165), é todo processo que tem como meta gerar um resultado superior ao esperado, e mensurar o valor criado para seus acionistas/proprietários. A implantação bem sucedida do GBV deve vir acompanhada de mudanças e adoção dos conceitos de valor em todos os níveis e funções dentro da empresa.

Incluindo o alinhamento da cultura de valor com os quatro processos gerenciais:

- Planejamento estratégico;
- Orçamento e Planos Operacionais;
- Sistemas de Informação e
- Sistema de Avaliação de Desempenho e Remuneração por Resultado.

Para Copeland, Koller e Murrin (2000), a importância da VBM não está somente na aplicação de seus métodos mas devido a uma mudança estrutural, permitindo que as tomadas de decisões estratégicas e operacionais sejam vistas com um outro olhar, buscando uma maior integração junto as diversas variáveis que compõem uma empresa ou organização, que são conhecidas como *value driver*.

## **2.1.1 Value drivers**

### **2.1.1.1 Encontrando os value drivers**

Copeland, Koller e Murrin (2000), afirmam que devido ao VBM é possível se obter um maior conhecimento dos diferentes *Value Drivers* de uma empresa e sua força de impacto sobre o valor da mesma.

Por sua importância, são os dois motivos que devem ser destacados para que os *Value Drivers* sejam conhecidos:

- 1) O valor não é produzido pela ação direta da organização, ele é proveniente das práticas da empresa, isso é, o modo de atuação perante clientes, todos os custos das operações e seus investimentos.
- 2) A medida que o administrador vai se inteirando das diversas variáveis que compõem a organização, irá ao mesmo tempo conhecendo e se aproximando dos diferentes setores que a compõem.

Ainda de acordo com a importância dos *Value Drivers*, dois requisitos são exigidos para que mantenham sua eficácia:

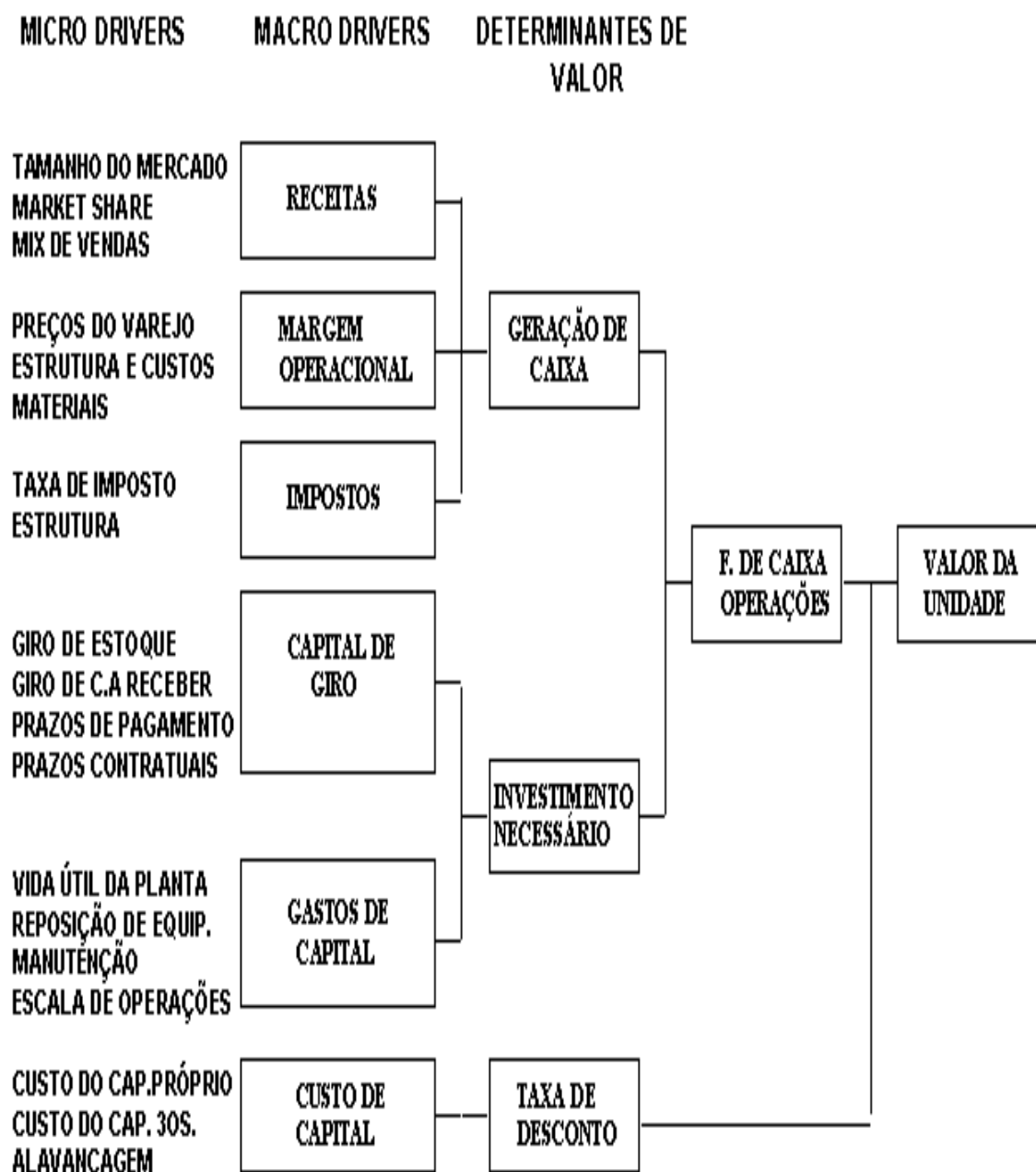
O primeiro, diz respeito a que todos os *Value Drivers* que sejam identificados como maiores potencializadores de valor devem ser priorizados. E o segundo, afirma que será de responsabilidade do setor ou setores onde estão localizados estes *Value Drivers* cumprirem com todas as metas que lhe foram atribuídas.

Sendo que ao mesmo tempo estes *Value Drivers* devam ser trabalhados em conjunto com as variáveis decisórias que são controladas diretamente pelos gerentes de linha.

#### 2.1.2.2 Classificação dos Value Drivers

Os *Value Drivers*, também conhecidos como direcionadores de valor, recebem diferentes tipos de classificação, para Rappaport (1998), eles podem ser classificados em dois grupos distintos, chamados de Micro direcionadores e Macro direcionadores, mas que são interdependentes entre si, isto é, onde um direcionador exerce determinada influência sobre o outro e vice versa, esperando-se ao final que todos atuem como determinantes de valor. Como se observa a seguir:

**Figura 1 – Determinantes de Valor Macro e Micro**

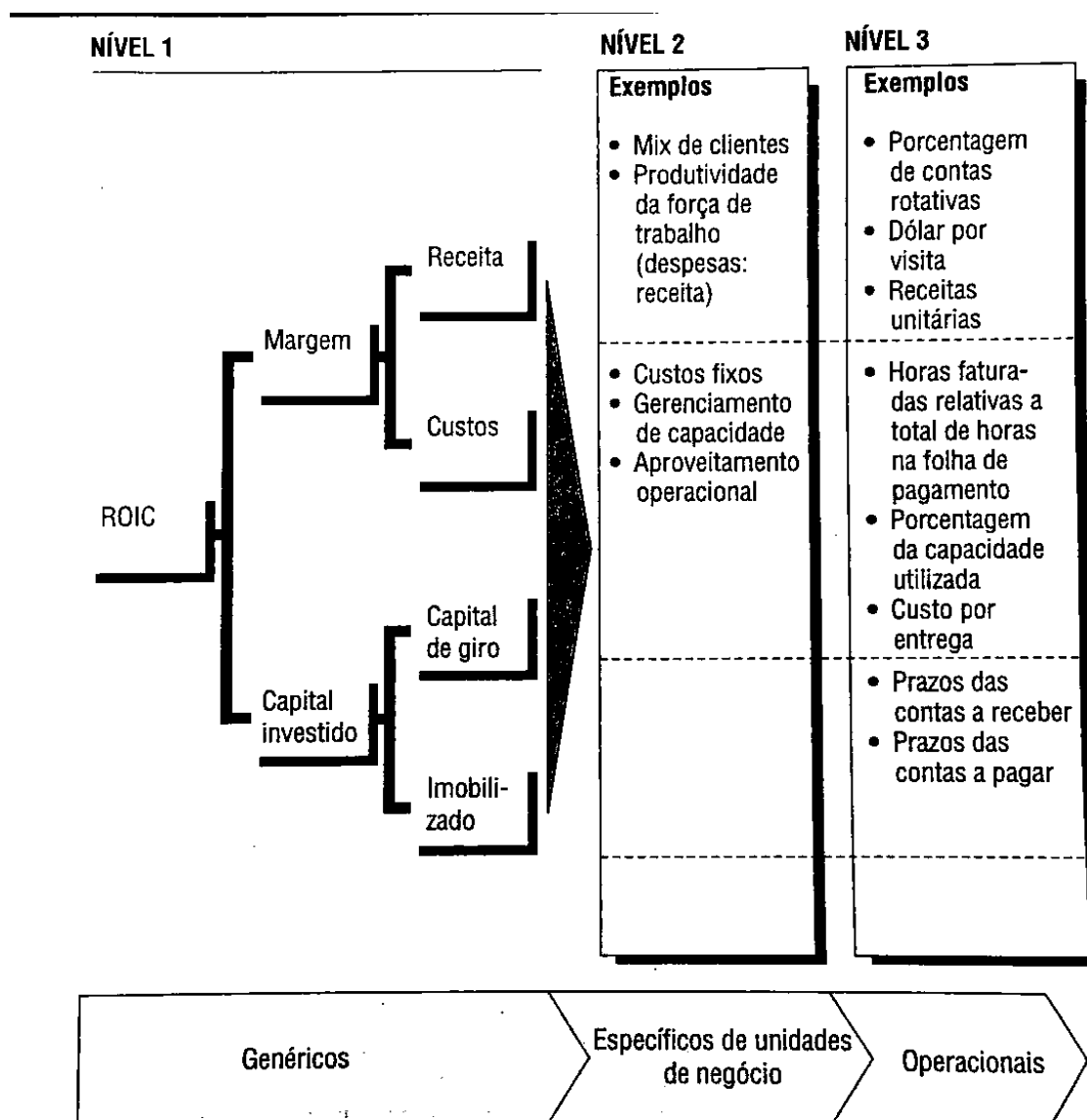


**Fonte: Rappaport (2001. p.196).**

Segundo Copeland, Koller e Murrin (2000), os Value Drivers podem ser identificados na figura a seguir:



Figura 2 - Níveis de Value Drivers



Fonte: Copeland, Koller e Murrin (2000)

## 2.2 SETOR VAREJISTA

De acordo com Silva e Lima (2015) o ano de 2015 começou com o anúncio de que o governo federal iria aplicar mudanças impactantes na economia para conter a recessão e o aumento da inflação, e estas medidas como sempre ocorre incidiriam diretamente sobre todos os setores da economia, recaindo sobretudo no poder aquisitivo da população, gerando uma enorme insegurança quanto ao futuro. Se este panorama não fosse catastrófico para o situação do mercado brasileiro, o país também atravessa uma crise ambiental, hídrica e energética, ocasionando aumentos nas taxas de prestações de serviços e que corroboram ainda mais para um decréscimo da economia.

Para o Instituto de Geografia e Estatística –IBGE (2015), o Comércio Varejista do País, nestes primeiros meses de 2015, vem apresentando variações de 0,8% no volume de vendas e de 1,3% na receita nominal, sendo que estas taxas relacionadas ao mês anterior são ajustadas sazonalmente.

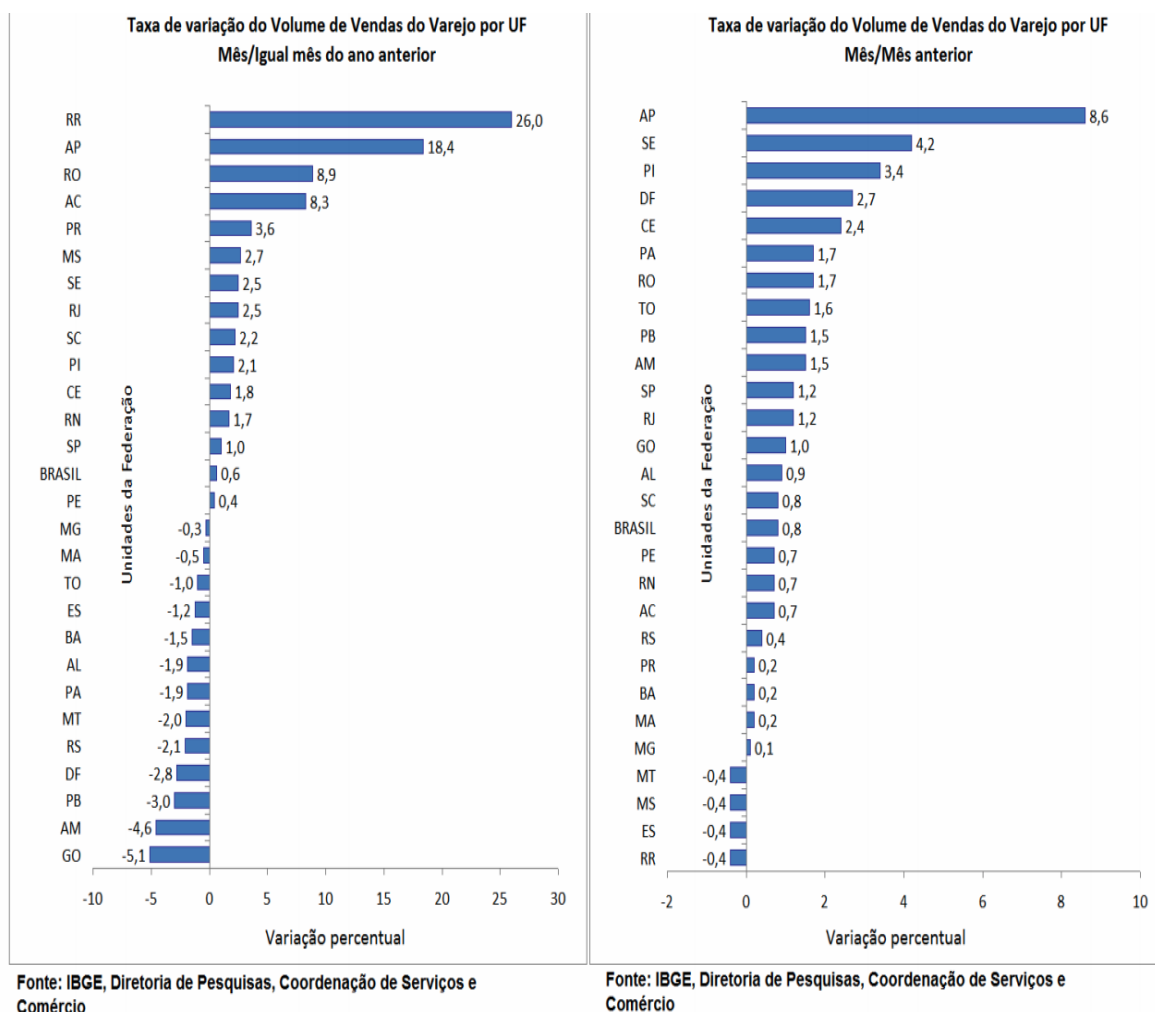
Nas demais comparações obtidas das séries originais (sem ajuste), o varejo nacional obteve em termos de volume de vendas, acréscimos de 0,6% sobre janeiro do ano anterior e de 1,8% no acumulado dos últimos 12 meses. Para os mesmos indicadores, a receita nominal de vendas apresentou taxas de variação de 6,4% e de 8,0%.

Ainda de acordo com os levantamentos do IBGE, quanto a janeiro/ 2015- janeiro/ 2014 (série sem ajuste), relacionando o total do volume de vendas ocorrido neste período, das oito atividades do varejo nacional, cinco delas registraram variações positivas. Por ordem de contribuição à taxa global os resultados positivos foram os seguintes:

- 4,7% para Outros Artigos de uso pessoal e doméstico;
- 19,0% em Equipamentos e material para escritório, informática e comunicação;
- 5,0% em Artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, de perfumaria e cosméticos;
- 0,7% para Combustíveis e lubrificantes;
- 0,2% para Hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo;

E quanto as atividades cujas taxas registraram impactos negativos no resultado do varejo nacional foram:

- -3,1% para Móveis e eletrodomésticos;
- -10,4% para Livros, jornais, revistas e papelaria;
- -0,7% para Tecidos, vestuário e calçados.

**Figura 3 - Variação do Volume de Vendas do Varejo por Estado**

Fonte: IBGE (2015)

Segundo a Fundação Getúlio Vargas (2015) o Índice de Confiança do Comércio (Icom) caiu 0,3% em maio, voltando a perder força após um alívio em abril, informou a Fundação Getúlio Vargas (FGV) em 28/05/2015.

"A combinação de resultados da Sondagem do Comércio de maio sugere que o setor vem avaliando de forma extremamente desfavorável o nível de atividade do segundo trimestre de 2015, mas começa a vislumbrar, gradualmente, alguma perspectiva de melhora no ambiente do negócios ao longo dos próximos meses", avaliou o superintendente adjunto para ciclos econômicos da FGV/IBRE, Aloisio Campelo Jr.

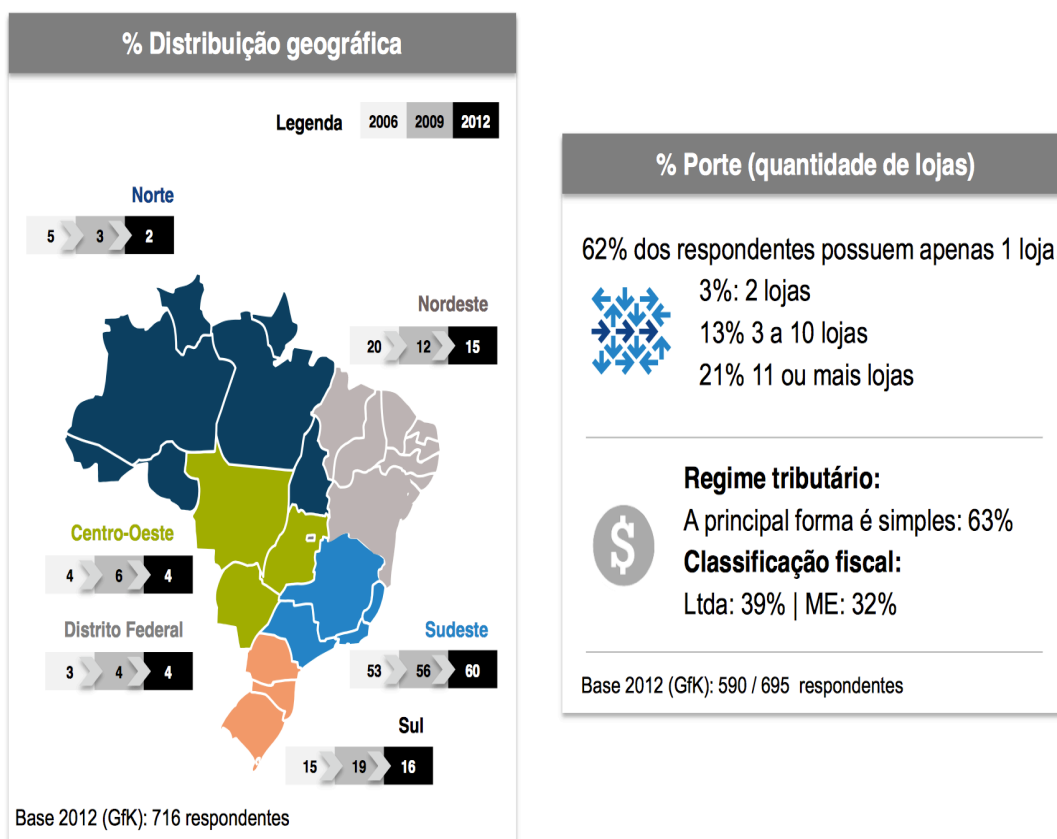
Segundo a Fundação Getúlio Vargas, a péssima situação em que se encontra o comércio brasileiro nestes primeiros meses do ano de 2015, deve-se a existência de uma inflação alta e aos juros elevados. O mês de março fechou com um recuo de 0,9% sobre fevereiro. Este resultado situa o primeiro trimestre de 2015 como pior em 12 anos.

### 2.2.1 Setor de Livrarias e Papelarias

O setor de livrarias do Comércio varejista brasileiro, encarregou a Empresa de Pesquisa de Mercado GfK (2012), o levantamento de uma pesquisa, para perceber como se encontrava sua situação a nível nacional, dentre os dados levantados dois foram destaque: A Região Sul, apesar de sua pequena dimensão geográfica foi a que apresentou a maior concentração de livrarias, sendo que mais de 50% do total das existentes em todo o país estavam ai concentradas. E que mais de 60%, dos seus proprietários se caracterizavam como empreendedores que possuíam somente uma loja.

Os dados pesquisados estão representados na seguinte imagem:

**Figura 4 - Representação de Papelarias e Livrarias por Estado**



Dados de 2012 coletados e analisados pela GfK. Os dados de 2006 e 2009 foram coletados por outras fontes.

Fonte: GfK (2012)

De acordo com informações divulgados pela SBS Livrarias internacional (2014), mesmo com o avanço das vendas online, as livrarias ainda continuam sendo responsáveis pelo maior volume de vendas de livros no país. Mas, infelizmente este dado positivo não se reflete quanto ao número de livrarias existentes dentro do território nacional, já que o país contava (2014), com um total de 3.073 livrarias, um número infinitamente inferior ao que deveria ser previsível e necessário em relação a população brasileira, e teriam que existir 20 mil livrarias (um aumento de 500%), o que corresponderia aproximadamente uma unidade para cada 10 mil habitantes.

Somado ao fato negativo da existência de um número insignificante de livrarias em todo o país, a SBS Livrarias Internacional, constatou que ocorrem outros dois agravantes no setor, um se refere ao fato de que a imensa maioria dos municípios brasileiros não possuem sequer uma livraria, pois elas estão concentradas em municípios considerados de grande porte, ficando ausentes deste cenário os municípios pequenos e médios. Outro ponto negativo que se destacou, é a desigual concentração do número de livrarias no espaço territorial brasileiro, onde 75% delas estão concentradas nas regiões sul e sudeste. Na região nordeste, o estado da Bahia é o que conta com o maior número de livrarias, E o melhor índice nacional (proporcional) seria do estado de Roraima na região norte, que possui 25 livrarias.

De acordo com o IBGE (2015), em relação ao comércio varejista quanto ao volume de vendas em comparação a Janeiro/ 2015 a Janeiro/ 2014 (série sem ajustes), em relação aos 26 estados mais o Distrito Federal, verificou-se que somente 15 unidades federativas apresentaram variações positivas no volume de vendas, sobressaindo a Região Norte do país, com destaque para os seguintes estados: Roraima com 26,0% de variação; Amapá (18,4%); Rondônia (8,9%), e Acre (8,3%).

Quanto ao Comércio Varejista Ampliado, vinte estados apresentaram variações negativas no volume de vendas na comparação com o mesmo período do ano anterior, destacando-se Distrito Federal, com -12,2% de queda, seguido por Acre (-9,3%); Goiás (-8,8%); São Paulo (-8,4%); e Rio Grande do Sul, também com -8,4%. As maiores taxas positivas foram registradas novamente em alguns estados da Região Norte do país: Amapá (17,3%) e Roraima (10,7%).

No mesmo período compreendido entre janeiro/ 2014 – janeiro/ 2015, o comércio varejista brasileiro na avaliação do setor ligado a atividade de Livros, jornais, revistas e papelaria, obteve a segunda colocação negativa no resultado geral das empresas varejistas. Esta posição é observada na variação ocorrida no volume de vendas de -10,4% sobre janeiro de 2014 com uma taxa acumulada de -9,1% nos últimos 12 meses. Podem ser dois os

principais motivos que estão fazendo com que o setor venha apresentando resultados negativos nos seus rendimentos, um deles seria devido a que os artigos de papelaria apresentem uma crescente elevação dos preços. O outro motivo diz respeito ao que vem ocorrendo no segmento de jornais e revistas, e este resultado negativo estaria relacionado a uma crescente diminuição das vendas em decorrência a uma mudança de hábitos de uma significativa parcela da população, onde nos últimos anos impulsionadas pela entrada cada vez mais massiva dos meios digitais como veículo divulgador de informação, as pessoas estão substituindo os meios de leitura impressa tradicional pelos meios de leitura digital.

**Figura 5 - Variação do volume de vendas no comércio varejista**

**PESQUISA MENSAL DE COMÉRCIO - PMC**

**Tabela 2 - Variação de volume de vendas no comércio varejista, por atividade e Unidade da Federação (Conclusão)**

Mês: Jan/2015						
Unidade da Federação	Equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação			Livros, jornais, revistas e papelaria		
	Mensal (2)	Acumulada (3)		Mensal (1)	Acumulada (2)	
		no ano	12 Meses		no ano	12 Meses
Brasil	19,0	19,0	0,0	-10,4	-10,4	-9,1
Ceará	-22,0	-22,0	0,6	-10,5	-10,5	-10,0
Pernambuco	-27,8	-27,8	-2,9	-29,5	-29,5	-8,2
Bahia	-24,4	-24,4	-16,3	-20,2	-20,2	-1,2
Minas Gerais	-33,8	-33,8	-17,8	-12,2	-12,2	-9,9
Espírito Santo	-20,5	-20,5	-25,1	-11,6	-11,6	3,4
Rio de Janeiro	48,1	48,1	-5,1	-4,3	-4,3	-7,4
São Paulo	43,4	43,4	7,5	-2,9	-2,9	-8,4
Paraná	20,3	20,3	-13,5	-16,5	-16,5	-22,1
Santa Catarina	8,4	8,4	10,2	-2,0	-2,0	-6,5
Rio Grande do Sul	3,2	3,2	-14,6	-5,1	-5,1	-4,6
Goiás	31,6	31,6	8,4	-13,4	-13,4	-4,9
Distrito Federal	55,8	55,8	11,2	-18,9	-18,9	-13,1

Fonte: IBGE, Diretoria de Pesquisas, Coordenação de Serviços e Comércio.

(1) Base: Igual mês do ano anterior = 100

(2) Base no ano: Igual período do ano anterior = 100

Base 12 meses: 12 meses imediatamente anteriores aos 12 últimos meses = 100

**Fonte: IBGE (2015)**

## 2.3 DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS E MEDIDAS DE DESEMPENHO

Damodaran (2004), diz que a base do processo para se obter os índices financeiros que quantificam a lucratividade, o risco e a alavancagem de uma empresa, seria a aplicação

de Demonstrativos financeiros, e que este procedimento necessariamente não deva ser considerado uma inovação, já que existe há muito tempo.

Estes Índices financeiros são indicadores que permitem a toma de decisões futuras, de acordo com Brealey, Marcus, Myers (2002), pois podem proporcionar uma análise do estado financeiro e comparativo das empresas. Sendo que através da análise minuciosa do resultado de todas as operações que ao longo de determinado período foram desenvolvidas e administradas, dos seus fluxos de capitais e de sua situação, obtém-se uma análise da realidade da empresa, fornecendo subsídios que permitam que se realize uma comparação com seus concorrentes ou com a empresa líder de mercado.

De acordo com os autores, estes índices podem ser conhecidos a partir da análise de duas demonstrações financeiras:

- Demonstração do resultado contábil: A finalidade desta demonstração é a de apresentar de forma detalhada o total das receitas, despesas e o resultado líquido das atividades de uma empresa efetuadas ao longo de um ano. Sendo que esta deve invariavelmente ocorrer todos os anos.
- Balanço patrimonial: é a demonstração de dados que permitem de maneira rigorosa comprovar o valor contábil dos ativos e passivos da empresa em uma data específica, permitindo a análise e o conhecimento do patrimônio e das finanças da empresa.

### **2.3.1 Indicadores de alavancagem**

Segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2011), a alavancagem financeira diz respeito ao quanto de empréstimos ou capital de terceiros, uma empresa pode alavancar em detrimento do uso de capital próprio. Sendo que, o volume desta alavancagem financeira poderá configurar ao mesmo tempo, o volume do risco assumido pela empresa, que poderá não conseguir cumprir com suas obrigações contratuais. E este volume de alavancagem indica o grau de endividamento contraído pela empresa, e quanto maior este endividamento, maior serão as chances dos compromissos não serem saldados.

Gitman (2010), em outras palavras afirma que a falta de solvência de uma empresa, representa o montante de dinheiro e de investimentos de terceiros aplicados para gerar lucros, que quanto mais dívidas uma empresa acumula em relação ao seu ativo total, maior a sua

alavancagem financeira. Para o autor, na realidade a alavancagem financeira é uma aplicação dos níveis de risco e de retorno de uma empresa, contraídos por meio do uso do financiamento a custo fixo, tais como, dívidas e ações preferenciais realizadas perante terceiros.

Brealey, Myers e Marcus (2002), definem que o índice de Alavancagem é calculado sobre o total de capital a longo prazo, incluído o passivo circulante da empresa (obrigações, empréstimos e o valor de arrendamentos a longo prazo.)

**Equação 1 - Índice de Endividamento a Longo Prazo**

$$IEDLP = \frac{\text{dívida a longo prazo}}{\text{dívida a longo prazo} + \text{patrimônio}}$$

**Fonte: Brealey, Myers e Marcus (2002)**

Este índice de alavancagem expressa o montante de dívida perante todos os passivos da empresa. Sendo assim obtido:

**Equação 2 - Índice Total de Endividamento**

$$\text{Índice do total de endividamento} = \frac{\text{total de passivos}}{\text{total de ativos}}$$

**Fonte: Brealey, Myers e Marcus (2002)**

Assaf Neto (2012), conclui que os indicadores de alavancagem, determinam e indicam a composição do conjunto de obrigações e dívidas de uma empresa, isto é, determinam a razão de seus passivos perante terceiros e se a mesma esta desenvolvendo condições positivas para honrar com seus compromissos de longo prazo, ao mesmo tempo que deverá priorizar meios que reforcem a geração de lucros da própria empresa e de terceiros implicados no processo, analisando seu desempenho financeiro.

### **2.3.2 Indicadores de liquidez**

Segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2011) considera-se liquidez quando uma empresa apresenta facilidade para cumprir com seus compromissos financeiros de caráter repetitivo, isto é, saldar suas contas. Na medida em que uma empresa apresenta um fluxo de caixa



satisfatório, ela automaticamente passa a cumprir com suas obrigações financeiras, descartando com esta medida a possibilidade de vir a apresentar dificuldades financeiras.

Gitman (2010), afirma que liquidez diz respeito à solvência da posição financeira geral da empresa, que é um indicador que permite verificar a facilidade apresentada por uma empresa para pagar suas contas em dia, isto é, a capacidade previsível de liquidar seus compromissos a curto ou longo prazo.

Assaf Neto (2012), ressalta que estes indicadores expressam a posição financeira da empresa em um determinado momento, isto é, os recursos disponíveis, os custos, sua diferenciação em termos de mercado, sendo que os diversos valores considerados são continuamente alterados em função da dinamicidade natural dos negócios da empresa, que deve procurar se ajustar ao mercado em que atua e compete. Possibilitando desta maneira, adequar seu planejamento para atingir suas metas de permanência, competitividade e lucratividade no setor em que esta inserida.

Os indicadores de liquidez são obtidos através da análise de determinados índices, tais como:

- Capital de giro líquido sobre o total dos ativos;
- Liquidez corrente; e
- Liquidez seca.

#### 2.3.2.1 Índice de capital de giro líquido sobre o total de ativos

Segundo Brealey, Myers e Marcus (2002), este índice é analisado quando a empresa tem como objetivo que seu ativo circulante seja liquidado em um período próximo ou inferior a um ano, onde a diferença entre o ativo circulante e o passivo circulante (ativo e passivo que possuem liquidez para a empresa) resultante deste cálculo, meça a reserva em potencial de caixa da empresa. Este índice permite avaliar a situação em que a mesma se encontra, fornecendo uma avaliação rápida quanto ao seu desempenho, bem como, permitindo determinar seu capital de giro líquido.

##### **Equação 3 - Índice de Capital de Giro Líquido sobre o Total de Ativos**

$$\text{Capital de Giro líquido} = \text{Ativo Circulante} - \text{Passivo Circulante}$$

**Fonte: Brealey, Myers e Marcus (2002)**

#### 2.3.2.2 Índice de liquidez corrente

Segundo Damodaran (2004), o índice de liquidez é o índice de ativos circulantes em relação aos seus passivos circulantes, ocorre quando uma empresa terá muito mais compromissos a serem cumpridos no próximo ano, do que os ativos que ela esperaria transformar em caixa. Esta situação passa a ocorrer quando o índice apresentar um resultado abaixo de 1.

Gitman (2010), diz que dependendo do setor em que uma empresa atue, os índices apresentados por ela irão obter maior ou menor aceitabilidade, defende também, que quanto mais previsíveis o fluxo de caixa de uma empresa, menor o índice aceitável. Como conclusão, ainda afirma que um índice próximo a 2,0 é aceitável para empresas com fluxos de caixas previsíveis e constantes ao longo do tempo.

Damodaran (2004), argumenta ao contrário, dizendo que uma empresa pode apresentar solidez mesmo quando não apresente um índice superior a 2,0, pois ela poderá escolher entre diminuir o risco de liquidez e imobilizar mais fundos em capital de giro líquido (Capital de giro líquido=AC-PC). Diz ainda que um índice de liquidez muito alto pode em realidade refletir as dificuldades que uma empresa está enfrentando e devido a esta situação negativa, se vê obrigada a reduzir seus estoques.

#### **Equação 4 - Índice de Liquidez Corrente**

$$\text{Índice de liquidez corrente} = \frac{\text{ativos circulantes}}{\text{passivos circulantes}}$$

**Fonte: Damodaran (2004)**

#### **2.3.2.3 Índice de liquidez seca**

Segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2011), quando aplicamos uma diminuição dos estoques sobre os ativos circulantes, obteremos como resultante os ativos prontamente realizáveis, e estes quando divididos pelos passivos circulantes, irão fornecer como resultado o índice de liquidez seca de uma empresa.

#### **Equação 5 - Índice de Liquidez Seca**

$$\text{índice de liquidez seca} = \frac{\text{caixa} + \text{títulos negociáveis} + \text{contas a receber}}{\text{passivo circulante}}$$

**Fonte: Ross, Westerfield e Jaffe (2011)**

Em conclusão, Brealey, Myers e Marcus (2002) afirmam que o resultado apresentado será o percentual das dívidas de curto prazo assumidas pela empresa, e que através da aplicação de ativos circulantes de maior liquidez poderão ser resgatadas.

#### 2.3.2.4 Índice de Liquidez Geral

Assaf Neto (2012), acrescenta que o índice de liquidez geral, é na realidade o indicador de liquidez da empresa, tendo como objetivo fornecer uma visão real da saúde financeira a longo prazo da mesma. Destaca porém, que se os prazos dos ativos e dos passivos considerados no cálculo forem muito diferentes, o resultado deste índice poderá não apresentar uma visão totalmente confiável da análise da folga financeira desta empresa.

##### Equação 6 - Índice de Liquidez Geral

$$\text{índice de liquidez geral} = \frac{\text{Ativo Circulante} + \text{realizável a longo prazo}}{\text{Passivo circulante} + \text{Exigível a longo prazo}}$$

Fonte: Assaf Neto (2012)

### 2.3.3 Indicadores de eficiência

Segundo Brealey, Myers e Marcus (2002), estes índices tem como objetivo determinar a eficiência de uma determinada empresa, ao usar seus ativos na execução de suas atividades. Sendo analisados:

- Capital de giro
- Giro de estoque da empresa

#### 2.3.3.1 Índice de giro dos ativos

Os autores demonstram a aplicação dos ativos da empresa, através da seguinte fórmula:

##### Equação 7 - Índice de Giro dos Ativos

$$\text{Índice de giro dos ativos} = \frac{\text{Vendas}}{\text{Média total de ativos}}$$

Fonte: Brealey, Myers e Marcus (2002)

Este índice permite que se avalie a capacidade de liquidez que a empresa possui para poder continuar no mercado, sendo possível determinar o cálculo do valor de vendas por unidade monetária investida.

### 2.3.3.2 Índice do giro de estoque

Para Damodaran (2004), os índices de rotatividade tem como finalidade dimensionar a capacidade do gerenciamento de capital de giro de uma empresa, no momento em que se propõe um paralelo entre as contas a receber e estoque, com as vendas e com o custo dos bens vendidos.

#### Equação 8 - Índice de Giro de Estoque(1)

$$\text{Giro de Estoque} = \frac{\text{Custo de produtos vendidos}}{\text{Estoque médio}}$$

Fonte: Damodaram (2005)

Segundo Brealey, Myers e Marcus (2002) é possível calcular o prazo de manutenção dos estoques, através do estoque médio e o custo de produtos vendidos, sendo expressada da seguinte maneira:

#### Equação 9 - Índice de Giro de Estoque(2)

$$\text{Dias de vendas em estoque} = \frac{\text{Estoque médio}}{\left( \frac{\text{Custo de produtos vendidos}}{365} \right)}$$

Fonte: Brealey, Myers e Marcus (2002).

Determinando assim o total de produtos existentes no estoque que garantirá a manutenção das vendas da empresa.

## 2.3.4 Indicadores de rentabilidade

Segundo Gitman (2010), a Demonstração do Resultado Comum é o modo mais prático de avaliar se as vendas estão apresentando rentabilidade para a empresa. Por expressarem uma porcentagem da receita de vendas são muito úteis pois fornecem uma análise da empresa, quando são comparadas com demonstrações de diferentes anos. Três índices se destacam :

- Margem de lucro Bruto

Segundo Groppelli (2010) as margens de lucro bruto mostram o grau de eficiência da administração de uma empresa para usar materiais e mão de obra no processo de produção.

**Equação 10 - Margem de Lucro Bruto**

$$\text{Margem de lucro bruto} = \frac{\text{Receita de vendas} - \text{Custo das mercadorias vendidas}}{\text{Receita de Vendas}}$$

**Fonte: Groppelli (2010)****2.3.4.1 Margem de lucro operacional**

Assaf Neto (2012), afirma que o desempenho operacional de uma empresa está determinado por variáveis que expressam sua rentabilidade. Tendo como base de cálculo comparativo o ativo total, o patrimônio líquido e as receitas de vendas.

Tanto Assaf Neto (2012), como Gitman (2010), concordam que o objetivo da margem de lucro operacional de uma empresa é obtida após efetuar todas as deduções relativas a custos e despesas da empresa, obtendo-se como resultado o percentual de cada unidade monetária de venda.

Ressaltam porém, que nesta operação não devem ser incluídas as deduções relativas a juros e Imposto de Renda. Os autores acrescentam ainda que uma empresa deve apresentar uma margem de lucro elevada, pois caso contrário, poderá em um determinado momento tornar-se ineficiente, e como consequência inviabilizar a manutenção de suas atividades.

**Equação 11 - Margem de Lucro Operacional**

$$\text{Margem de lucro operacional} = \frac{\text{Receita de vendas} - \text{Custo das mercadorias vendidas}}{\text{Receita de Vendas}}$$

**Fonte: Assaf Neto (2012)****2.3.5 Sistema Du pont**

Segundo Brealey, Myers e Marcus (2002), o sistema Du pont é a aplicação dos índices: ROE e ROA (ROI), que permitem uma análise da situação financeira da empresa, indicando que medidas de rentabilidade ou eficiência devam ser aplicadas pelos gerentes da mesma.

**2.3.5.1 ROA (return on total assets)**

Segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2011) o retorno sobre os ativos, é uma medida comum de desempenho gerencial, sendo o quociente entre o lucro e o ativo total médio, tanto antes quanto depois do imposto de renda. Os autores chamam a atenção de que um dos aspectos mais interessantes do ROA é o de que seu cálculo permite a ligação de alguns índices financeiros, neste caso, margem de lucro e giro de seus ativos, onde empresas podem equilibrar estes dois índices ou dependendo do setor apresentarem uma margem alta de lucro e uma rotatividade baixa, ou vice versa.

**Equação 12 - ROA (1)**

$$\text{Retorno sobre o ativo total} = \frac{\text{Lucro disponível para os acionistas ordinários}}{\text{Ativo Total}}$$

**Fonte: Ross, Westerfield e Jaffe (2011)**

Para Brealey, Myers e Marcus (2002), estes cálculos devem ser feitos mediante a utilização de todos os ativos, tanto do lucro líquido, bem como, os juros da empresa, pois este resultado mede o retorno sobre todos os seus ativos e não apenas o investimento no patrimônio.

**Equação 13 - ROA (2)**

$$\text{Retorno sobre o ativo total} = \frac{\text{lucro líquido} + \text{juros}}{\text{Média dos ativos totais}}$$

**Fonte: Brealey, Myers e Marcus (2002)**

#### 2.3.5.2 ROE (Return on common equity)

Segundo Gropelli (2010), o índice do retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) mede a taxa de retorno dos acionistas, e quanto maior o retorno mais atraente é a ação. Esse índice é uma forma de avaliar a rentabilidade e a taxa de retorno da empresa, que podem também ser comparadas as outras ações.

**Equação 14 - ROE**

$$\text{Retorno sobre o capital próprio} = \frac{\text{lucro disponível para os acionistas ordinários}}{\text{Patrimônio líquido dos acionistas ordinários}}$$

**Fonte: Gropelli (2010)**

Brealey, Myers e Marcus (2002, pág.502), simplificam esta fórmula da seguinte maneira:

**Equação 15 - ROE simplificado**

$$ROE = \frac{1^{\circ} \text{ Ativos}}{\text{Patrimônio}} \times \frac{2^{\circ} \text{ vendas}}{\text{ativos}} \times \frac{3^{\circ} \text{ lucro líquido} + \text{juros}}{\text{vendas}} \times \frac{4^{\circ} \text{ lucro líq.}}{\text{lucro líq.} + \text{juros}}$$

**Fonte: Brealey, Myers e Marcus (2002)**

- 1) Índice de Alavancagem;
- 2) Giro dos Ativos;
- 3) Margem de lucro; e
- 4) “Serviço da dívida”

## 2.4 AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

### 2.4.1 Método de Avaliação Econômicas de empresa

De acordo com Assaf Neto (2012, pág. 694), o valor de uma empresa é determinado a partir dos ganhos de caixa esperados para o futuro, que surgem como resultado das atividades da organização e onde este ganho sempre deverá ser maior que o risco de se perder capital investido, ou seja, a capacidade de gerar lucros é o fator mais determinante para mensurar o valor de uma empresa e quanto maior forem estes lucros mais facilmente se perceberá o valor justo da mesma.

Neste mesmo sentido Martins (2000), indica que na avaliação de empresas, o caixa é um objetivo imediato, sendo que o futuro da empresa é o objetivo que norteia todas as tomadas de decisões aplicadas no presente, projetando-as para que venham a gerar muitos benefícios futuros. Em suma, todo o lucro é ou implica a figura do caixa, pois todas as formas de avaliação condicionam a um único objetivo, mesmo lucro e mesmo caixa.

Destaca-se ainda neste tópico alguns métodos que definem o valor da empresa: Criação de Valor, Múltiplos de Mercado, Opções Reais e Fluxo de Caixa Descontado.

#### 2.4.1.1 Criação de Valor

Segundo Damodaran (2004), a criação de valor só é possível se for alcançado um ou mais de um dos seguintes resultados:

- Aumentar os fluxos de caixa gerados pelos investimentos atuais
- Aumentar a taxa de crescimento esperada nos lucros
- Aumentar a duração do período de alto crescimento

- Reduzir o custo de capital que é aplicado para descontar os fluxos de caixa.

Para análise sobre a criação de valor, o autor disserta sobre alguns mecanismos de análise, tendo como maior destaque o mecanismo do valor econômico agregado, sendo representado da seguinte forma:

**Equação 16 - VEA**

$$\text{Valor Econômico Agregado} = \frac{(\text{Retorno sobre o capital investido} - \text{Custo de Capital})}{\text{Capital Investido}}$$

**Fonte: Damodaran (2004)**

Para fins de avaliação de empresa, Assaf (2012) diz que a partir da obtenção do VEA, é possível calcular o valor da empresa pela seguinte fórmula:

**Equação 17 - Valor da Empresa (pelo VEA)**

$$\text{Valor da Empresa} = \text{Retornos Capital Investido} + \text{Valor presente do Valor Econômico Agregado (VEA)}$$

**Fonte: Assaf Neto (2012)**

#### 2.4.1.2 Opções Reais

Para Assaf Neto (2012), deve ser aplicado em investimentos suscetíveis as oscilações do mercado em um curto prazo. Diz também que é o modelo mais indicado para empresas que apresentam-se inertes quanto ao seu processo de investimento. Esta avaliação utiliza os fundamentos de precificação do modelo Black & Scholer, definida a seguir:

**Equação 18 - Valor da empresa pelo Valor da Opção**

$$\text{Valor da Opção} = S \times N(d_1) - E \times e^{-r} \times N(d_2)$$

**Fonte: Assaf Neto (2012)**

Sendo:

S = Preço Corrente do ativo objetivo

N(d) = probabilidade de uma variável aleatória, considerando uma distribuição normal padronizada, apresentar um valor menor ou igual a d. É a probabilidade acumulada de d;

E = preço do exercício da opção;

e = base dos logaritmos naturais (e = 2,718282...);

r = taxa livre de risco (*riskfree*), formada por capitalização contínua



t = tempo para o vencimento da opção

Sendo destacada a aplicação de cinco variáveis na obtenção do valor segundo o modelo de Black Scholes:

- Preço atual de Mercado do ativo objeto (S)
- Preço de exercício de opção
- Prazo de vencimento da opção (t)
- Variância do ativo-objeto ( $VAR = \sigma^2$ )
- Taxa de juro livre de risco (*risk-free*) (r)

#### 2.4.1.3 Múltiplos de mercado

Martelanc (2005), coloca que o Método dos Múltiplos procura constatar como são realizadas transações entre empresas consideradas semelhantes, buscando a aplicação dos pontos que regeram esta transação (múltiplo valor/faturamento, valor/lucro líquido, valor/Ebtida), e com isso obter a avaliação mais objetiva da empresa alvo, permitindo mensurar através de cálculos o preço justo das ações, e com isso, ter o controle sobre a compra, venda ou a manutenção de uma ação.

#### 2.4.2 Metodologia e Fluxo de caixa descontado

Segundo Damodaran (2004), a metodologia do fluxo de caixa descontado, tem como objetivo definir o valor de um ativo, onde será descontado os fluxos de caixa que este ativo possa gerar em um futuro determinado, aplicando-se um crescimento esperado, e onde a taxa de desconto é o grau de risco que este possui (usualmente, é utilizado o WACC), determinando assim o valor intrínseco do ativo analisado. Em suma, o autor diz que utilizar a fórmula do fluxo de caixa descontado, é trazer a valor presente os fluxos de caixa esperados sobre esse ativo, sobre um risco estipulado do mercado.

##### Equação 19 - Valor da empresa pelo FCD

$$VE = \sum_{T=1}^{T=N} \frac{FC_T}{(1+R)^T}$$

Fonte: Damodaran (2004)

Onde:

VE = Valor da empresa (Valor da Empresa)

N = vida útil do ativo

$R$  = taxa de desconto (reflete o risco inerente ao fluxo de caixa descontado, usualmente utiliza-se o WACC)

$FC_t$  = Fluxo de caixa no período  $t$

Assaf Neto (2012) destaca que os modelos de avaliação baseados no Fluxo de Caixa Descontado, se fundamentam em conceitos articulados com a Moderna Teoria das Finanças, portanto, são métodos aplicados com coerência e confiabilidade. O autor afirma também, que o procedimento metodológico utilizado para mensurar o valor de uma empresa é muito mais do que uma simples aplicação de fórmulas e resultados lógicos, pois estes, além de estarem alinhados com a aplicação de determinados conceitos teóricos de finanças, de suas técnicas e procedimentos, devem também, considerar as variáveis que influenciam no valor da empresa.

Para o autor, são três, os princípios gerais fundamentais que compõem o método de Fluxo de Caixa Descontado, e que podem vir a interferir na hora de realizar um investimento:

- 1) A avaliação do investimento é processada com base nos fluxos de caixa de natureza operacional
- 2) O risco é incorporado na avaliação econômica de investimento, respeitadas as preferências do investidor com relação ao conflito risco-retorno
- 3) A decisão identifica ainda o valor presente do ativo com base na taxa de desconto apropriada para a remuneração dos proprietários de capital.

### **2.4.3 Taxas de desconto**

#### **2.4.3.1 Estimando o Custo de Capital**

Segundo Damodaran (2004), para se atingir os fluxos de caixa desejáveis, é necessário que estes sejam descontados em relação a uma taxa que expresse o custo de financiamento desses ativos. O custo de capital é um custo de financiamento composto que inclui os custos de ambos, dívida e patrimônio líquido, e seus pesos relativos na estrutura de financiamento.

Gitman (2010, p. 432 - 436), complementa afirmando que o custo de capital nada mais é do que a taxa de retorno obtido por uma empresa, que ao realizar novos investimentos, procura manter sua valorização no mercado e consequentemente atrair novos fundos. Segundo o autor, o custo de capital deve mensurar o grau de dependência ante as modalidades de financiamento contraídos pela empresa.

Este tópico tratará dos seguintes custos de capital:

- Custo de Capital de Terceiros
- Custo de Capital Próprio
- Custo Total de Capital

#### 2.4.3.1.1 *Custo de Capital de Terceiros*

Para Assaf Neto (2012), este custo é definido pelo montante de todas as dívidas conhecidas como passivos onerosos da empresa que são contraídos perante terceiros. Ele representa em outras palavras, um custo explícito obtido pela taxa de desconto que iguala em determinado momento os vários desembolsos previstos de capital e de juros, com o principal liberado pela empresa.

##### **Equação 20 - K<sub>I</sub>**

$$K_i(\text{após IR}) = K_i(\text{antes IR}) \times (1 - IR)$$

**Fonte: Assaf Neto(2012)**

Sendo o capital de terceiros representado por K<sub>i</sub>, e IR a alíquota do Imposto de Renda.

Para Damodaran (2004) o não cumprimento de suas obrigações, decorre da variação que possa ocorrer no custo da dívida/custo de capital de terceiros contraído pela empresa. Alega que são duas as razões que expostas a determinadas variações irão resultar no não pagamento dos seus compromissos por parte da empresa. As razões seriam:

- 1) Uma empresa pode vir a modificar seu tamanho em decorrência da projeção de seus lucros, mas por estarem sujeitos a muitos condicionantes, apresentam volatilidade durante todo o tempo..
- 2) A necessidade de nova alavancagem financeira para fazer frente às dívidas, tornando maior o custo do empréstimo.

Groppelli (2010), afirma que cabe ao mercado a responsabilidade em determinar os custos de capital para captar recursos de curto e longo prazo. E que o risco assumido nesta captação exerce forte pressão no custo do empréstimo. Outro ponto levantado pelo autor, é que o custo de capital de terceiros é constantemente pressionado pela insegurança decorrente quanto ao prazo da operação. E proporcionalmente ocorrerá que quanto maior o prazo dos investimentos, maior será o custo de capital, já que ele estará vinculado a todos os riscos previsíveis ou não, que estarão associados ao prazo. Entre eles, o risco da perda do principal, se vir a ocorrer falência ou concordata.

Assaf Neto (2012) conclui então que o mercado é influenciado pela interferência das oscilações e crescentes subidas das taxas de juros, frente a esta situação instável é comum que as empresas acabem recorrendo a investimentos de caráter conservador voltados a capitalização, que podem não ser tão atrativos quando comparados com os investimentos empresariais, pelo fato, de que poderão vir a desempenhar algum tipo de influência no poder de competitividade das empresas.

#### 2.4.3.1.2 *Custo de Capital Próprio*

Segundo Santos e Schimidt (2005), o custo de patrimônio líquido seria a taxa de retorno esperada, isto é, ela representaria o percentual mínimo de retorno que será exigido pelo acionista por estar assumindo riscos ao investir nessa empresa.

Ross, Westerfield e Jaffe (2011), expõem que um projeto só será viável quando respeitando o CAPM, o retorno previsto for superior ao de um ativo financeiro de mesma igualdade de risco.

Para Assaf Neto (2012), o CAPM é a relação entre o retorno de um ativo e o retorno de mercado. E que o retorno exigido pelos investidores deverá ser proporcional ao nível de risco da decisão, isto é, um nível de risco de decisão alto exige um retorno equivalente. Proporcionalmente quanto menores forem os níveis de risco de uma decisão mais baixas serão suas taxas de retorno.

A Fórmula para medição do  $K_e$ , pode ser representada a seguir:

#### **Equação 21 - $K_e$**

$$E(R_j) = K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

**Fonte: Ross, Westerfield e Jaffe (2011)**

Sendo:

$E(R_j) = K_e$  = taxa de retorno mínima requerida pelo investimento (custo de capital próprio);

$R_f$  = taxa de retorno de ativos livres de risco;

$\beta$  = Coeficiente beta, medida do risco do ativo em relação ao risco sistemático da carteira de mercado; e

$R_m$  = rentabilidade oferecida pelo mercado em sua totalidade e representada pela carteira de mercado.

Santos e Schimidt (2006), concluem que o cálculo do capital próprio por esse modelo matemático, tem como objetivo utilizar o risco em termos de variância não diversificável

(beta), onde também é utilizado o retorno esperado do mercado, e o risco país que a empresa se encontra. Quanto a variância não diversificável, os autores apontam que pode ser medido pelo beta do ativo (beta do setor, e caso a empresa for alavancada, beta da empresa). Portanto, o custo de patrimônio líquido passa a ser uma relação entre o retorno esperado do mercado levando em consideração o risco que a empresa passa a ter.

#### 2.4.3.2 Determinação do custo de capital próprio no Brasil com o uso do CAPM

Assaf Neto (2012), enfatiza porém que a aplicação do modelo de precificação de ativos - CAPM, no mercado brasileiro em relação a verificação do custo de capital próprio, apresentam certas deficiências que interferem significativamente na excelência dos seus resultados. Essas deficiências resultam de determinadas variantes, tais como, da viabilidade das informações contábeis “o *disclosure*”, das companhias de capital aberto aos seus investidores, no alto grau de concentração das ações em mãos de poucos investidores, a baixa competitividade do mercado e por apresentar uma insignificante representação das ações ordinárias (com direito a voto) nos pregões.

Para empresas que operam preferencialmente com o mercado financeiro dentro da economia em que estão inseridos, o autor indica o CAPM local.

O autor indica que o custo de oportunidade do capital próprio pelo CAPM no Brasil apresenta-se da seguinte forma:

##### **Equação 22 - Ke com aplicação no mercado brasileiro**

$$Ke = R_f + \beta \times (R_m - R_f) - \text{Risco Brasil}$$

**Fonte: Assaf Neto (2012)**

Algumas premissas são levantadas pela Comissão de valores imobiliários (2006):

Premissas de cálculo do Ke da ACESITA por Benchmark

Taxa livre de risco : 4,8% Retorno médio dos T-Bonds (20 anos)

Prêmio Risco de Mercado : 5,6% Média dos últimos 50 anos

Beta : 1,29 Benchmark de mercado

Risco País : 3,52% média últimos 6 meses

Custo Capital próprio : 15,54%

##### 2.4.3.2.1 *Custo total de capital*

Segundo Copeland, Koller e Murrin (2000), o custo total de capital (WACC ou CPMC), para ser consistente com o modelo de Fluxo de Caixa Descontado, necessita:

- Considerar a média ponderada dos custos marginais de todas as fontes de

capital;

- o cálculo só pode ser feito, após deduzidos todos os impostos;
- aplicar taxas de retorno nominais derivadas de taxas de juros reais e da inflação esperada;
- computar todos os riscos sistemáticos “geradores de um possível colapso” inerentes aos investidores.

Segundo Ross, Westerfield e Jeffe (2011) WACC, tem como objetivo mensurar o custo total de capital a partir da ponderação entre a utilização de capital próprio (Patrimônio Líquido) e a alavancagem feita pelo capital de terceiros (Passivo oneroso). Os autores definem que o custo de capital próprio pode ser identificado como  $R_s$  ( $K_e$ ), e o custo de capital de terceiros (taxa de captação,  $K_i$ ) como  $R_b$ . Sendo expressado da seguinte maneira:

**Equação 23 - WACC**

$$WACC = \frac{R_s \times C_{pl} + R_p \times (1 - IR) \times C_p}{C_{pl} + C_p}$$

**Fonte: Ross, Westerfield e Jeffe (2011)**

Sendo:

$C_{pl}$  = Composição do capital próprio

$C_p$  = Composição do capital de terceiros

$R_b$  = Custo do capital de terceiros

$R_s$  = Custo do capital próprio

Damodaran (2004), determina que o custo ponderado do capital, representa a média ponderada de diversos componentes de financiamento da empresa, sendo expressado na seguinte fórmula:

**Equação 24 - WACC com ações preferencias**

$$WACC = K_e \times \left( \frac{PL}{(PL + D + P)} \right) + K_d \times \left( \frac{PL}{(PL + D + P)} \right) + K_{ap} \times \left( \frac{PL}{(PL + D + P)} \right)$$

**Fonte: Damodaran (2004)**

Onde:

$K_{pl}$  = Custo do patrimônio líquido;

$K_d$  = Custo das dívidas após os impostos;

$K_{ap}$  = Custo das ações preferenciais;

$PL$  = Patrimônio líquido a valor de mercado;

$D$  = Dívida a valor de mercado; e

$P$  = Ações preferenciais.

#### 2.4.4 Estimando o valor do Beta

Segundo Assaf (2012) e Gitman (2010), o Beta, trata do risco adicional que a empresa deverá incorporar ao tomar a decisão de utilizar capital de terceiros (passivo oneroso), ou seja, o beta determina o risco que o investidor exige a fim de compensar o investimento. O Beta serve também para estimar o risco econômico e o risco financeiro, este pode ser obtido como uma média ponderada dos betas de uma carteira, representada a seguir:

**Equação 25 - Beta**

$$\beta_{at} = \left[ \left( \frac{PL}{PO \times PL} \right) \beta_{pl} \right] + \left[ \left( \frac{PL}{PO \times PL} \right) \beta_p \right]$$

**Fonte: Gitman (2010)**

Onde

PO = passivo onerosos;

PL = patrimônio líquido (capital próprio);

$\beta_{at}$  = beta dos ativos;

$\beta_{pl}, \beta_p$  = beta do patrimônio líquido e beta do passivo, respectivamente.

Na prática é reconhecido que o beta da dívida é bastante baixo, sendo geralmente utilizada que o beta da dívida = 0, portanto:

**Equação 26 - Beta não alavancado**

$$\beta_{at} = \left[ \left( \frac{PL}{PO \times PL} \right) \beta_{pl} \right]$$

**Fonte: Gitman (2010)**

O beta do patrimônio líquido (Bpl), seria quando uma empresa expõe em situação de risco suas ações para custear suas atividades ao envolver o uso de capital próprio e de terceiros. O beta do Ativo (Bat) seria quando é utilizado para o mesmo fim somente capital próprio da empresa.

Em geral o beta do patrimônio líquido é conhecido por beta alavancado (BL), e o beta do ativo é chamado de beta desalavancado (Bu). O beta alavancado é determinado pelo risco do negócio (ativo) da empresa, bem como, pelo endividamento (alavancagem financeira). O beta desalavancado pode ser determinado pelo setor da empresa e seu grau de alavancagem operacional

Portanto a expressão permanece assim:

**Equação 27 - Beta alavancado**

$$\beta_L = \beta_u \times \left[ 1 + \left( \frac{PL}{PO \times PL} \right) \right]$$

**Fonte: Assaf Neto (2012)**

## 2.4.4.1 Coeficiente beta para empresas Brasileiras

O custo de capital próprio no Brasil, segundo Assaf Neto (2012), pode ser determinado através da aplicação de formulações do CAPM, utilizando o Coeficiente Beta que pode ser obtido ao se observar as seguintes etapas:

- fazer um reconhecimento sobre os diferentes segmentos de atuação das empresas brasileiras;
- Levantamento do beta não alavancado médio das empresas identificadas com a empresa (ou setor) em avaliação;
- Cálculo do índice médio de endividamento da empresa (setor empresarial), brasileira para a qual se deseja apurar o custo de capital;
- Com base nesse quociente de endividamento, é calculado o beta alavancado, seguindo formulação descrita acima.

Sendo que Santos e Schmidt (2006), afirmam que se as empresas não forem de capital aberto ou não possuam negociação regular, deverão fazer uso de outras abordagens para a estimativa de betas.

Os autores indicam duas maneiras de se calcular o beta:

- Abordagem da utilização de empresas comparáveis para estimar o beta de companhias fechadas

**Equação 28 - Beta de companhias fechadas**

$$\beta_{na} = \frac{\beta}{\left( 1 + \left( (1 - ir) \times \left( \frac{D}{PL} \right) \right) \right)}$$

**Fonte: Santos e Schmidt (2006)**

Onde

$\beta_{na}$  : Beta da empresa ser comparada pelo setor;

$\beta$  : Beta do Setor;

ir : Tributos incidentes sobre o serviço da dívida;

D/PL: Índice de dívida sobre o patrimônio líquido.

- Abordagem da utilização de fatores fundamentais para estimar o beta de companhias fechadas



Neste caso para se estipular o beta, se busca a combinação de fatores da empresa e do setor em que esta inserida utilizando as variáveis que encontram-se inseridas nas demonstrações financeiras.

Ainda segundo os autores são sete as variáveis utilizadas para prever o beta:

- Dividendos pagos;
- Crescimento do ativo;
- Alavancagem;
- Liquidez;
- Tamanho do Ativo;
- Variabilidade do lucro;
- Beta Contábil.

A fórmula pode ser representada da seguinte forma:

**Equação 29 - Beta utilizando fatores fundamentais**

$$\beta = 0,9832 + (0,08 \times CV) - (0,126 \times RD) + \left(0,15 \times \frac{D}{PL}\right) + (0,034 \times CLA) - 0,00001 \times AT$$

**Fonte: Santos e Schmidt (2006)**

Onde:

CV = Coeficiente de variância da receita operacional;

AT = Ativo Total;

$\beta$  : Beta do Setor;

D = Dividendos;

PL = Passivo Líquido;

RD = Rentabilidade dos dividendos; e

CLA = Crescimento do lucro por ação.

#### **2.4.5 Estimando o Fluxo de Caixa Livre para o Acionista**

Segundo Santos e Schmidt (2006), para se obter a avaliação de uma empresa por fluxo de caixa descontado devem ser utilizadas estimativas de fluxo de caixa, tendo como objetivo a melhor aplicação e utilização das taxas corretas de desconto adequadas, isto é:

- Fluxo de caixa do acionista = custo do patrimônio líquido
- Fluxo de caixa da empresa = custo do capital
- Fluxos de caixa antes da tributação = taxas antes dos tributos
- Fluxos de caixa após a tributação = taxas após os tributos
- Fluxos de caixa nominais = taxas nominais

- Fluxos de caixa reais = taxas reais

Para Martelanc e Cavalcante (2005), a diferença mais importante é que para o cálculo do fluxo de caixa, não é considerada a depreciação (a não ser para a apuração dos impostos sobre o lucro real), mas, em contrapartida, é necessário considerar os investimentos reais a serem aplicados na substituição e na modernização dos imobilizados que sofrem contínuo desgaste ou tornam-se obsoletos, e os investimentos a serem feitos no capital de giro operacional da empresa.

Para detalhar o FLCE os autores destacam 17 procedimentos que devem ser seguidos para se obter a projeção do lucro operacional:

**Quadro 1 – Fluxo de Caixa Indireto livre para os sócios**

- |  |
|--|
| 1) Receita Bruta   |
| 2) Tributos sobre a receita  |
| 3) Custos diretos  |
| 4) Custos indiretos  |
| 5) Despesas comerciais   |
| 6) Despesas gerais, operacionais e administrativas   |
| 7) Lucro antes dos juros, imposto de renda, depreciação e amortizações (Ebitda/Lajida)   |
| 8) Depreciação (DRE)   |
| 9) Exaustão  |
| 10) Amortização de ativos diferidos  |
| 11) Lucro antes dos juros e do imposto de renda (LAJIR)  |
| 12) Tributos sobre a renda ajustados (IR 25%, CS 9%)   |
| 13) Lucro Operacional (LAJIR – Tributos = LL sem dívidas)  |
| 14) Somar a depreciação e a as amortizações de ativos diferidos  |
| 15) Descontar o investimento em ativos permanentes   |
| 16) Descontar o investimento em capital de giro  |
| 17) Fluxo de caixa livre para a empresa (NOPLAT + depreciações e amortizações-menos investimentos em ativos permanentes e em capital de giro.) |

**Fonte: Martelanc e Cavalcante (2005)**

Santos e Schmidt (2006) também determinam que há diversos tipos de fluxo de caixa, sendo utilizado nesta fundamentação, o Fluxo de caixa do acionista em uma empresa não alavancada, isto é, uma empresa sem dívidas perante terceiros, e portanto, não tem juros e principal a serem pagos. Os autores ressaltam como sendo uma característica deste tipo de

empresa que ela irá aplicar seu capital próprio tanto no desembolso de capital fixo, bem como, para as necessidades de capital de giro.

Demonstração do Fluxo de Caixa para o acionista, segundo Schmidt (2012, pág. 112), para uma empresa não alavancada:

**Quadro 2 – Fluxo de Caixa Indireto**

(+) Receita bruta
(-) Despesas operacionais
(=) EBITDA (Lucro antes dos juros, tributos, depreciação e amortização)
(-) Depreciação e amortização
(=) EBIT (Lucro antes do pagamento de juros e tributos)
(-) Imposto de Renda e contribuição social
(=) Lucro líquido do exercício*
(+) Depreciação e amortização
(=) Fluxo de caixa das operações
(-) Desembolsos em capital
(-) Variação do capital de giro
(=) FCFE 3 (Fluxo de caixa livre dos acionistas ou do patrimônio líquido)

**Fonte: Santos e Schmidt (2006)**

### 3 METODOLOGIA DA PESQUISA

Segundo Silveira e Córdova (2009), a pesquisa é um processo permanentemente inacabado. Processa-se por meio de aproximações sucessivas da realidade, fornecendo-nos subsídios para uma intervenção no real.

Segundo Kauark, Manhães e Medeiros (2010), a realização de um trabalho científico resulta de dedicação à pesquisa para obter respostas, qualquer que seja a finalidade ou uso prático, teórico ou futuro destas.

O presente capítulo tem como objetivo descrever os procedimentos metodológicos que foram adotados visando a aferição de valor de uma empresa varejista, que está localizada em um município pertencente a região da Grande Florianópolis em Santa Catarina. Estes procedimentos metodológicos envolvidos na realização da pesquisa são definidos a partir do estudo quanto à: abordagem, objetivos, procedimentos bem como, em relação a metodologia de seleção da amostra. E por fim foram expostas as limitações deste Trabalho de conclusão de curso.

#### 3.1 TIPO DE PESQUISA

Segundo Almeida (2011) A metodologia de pesquisa é parte indispensável na elaboração de um trabalho científico, pois permite constatar a credibilidade do resultados apresentados e que estes possam vir a ser questionados e averiguados no futuro.

Para que um trabalho científico tenha credibilidade ele deverá, de acordo com Fonseca (2002), obedecer a um rigorismo na seleção dos métodos a serem utilizados para sua elaboração, além de estar fundamentado em um levantamento e seleção de referências teóricas que foram divulgadas em meio impresso ou digital, permitindo assim, que se possa questionar a veracidade e a comprovação da ação proposta em um trabalho de pesquisa. A pesquisa bibliográfica é o levantamento preliminar de todo o conteúdo específico do objeto da pesquisa escolhida, considerando-se também, que a pesquisa poderá ser baseada em documentos bibliográficos de distintas áreas de conhecimento, sejam elas de carácter científicas ou não.

A pesquisa bibliográfica foi o procedimento metodológico aplicado neste estudo de caso, para o levantamento de toda a fundamentação teórica, sobre temas de Valuation, Princípios de Administração Financeira, Finanças Corporativas e Valor. E desta maneira agrupar todos os indicadores financeiros e o referencial teórico que permitiu mensurar o valor

da empresa e diagnosticar a situação em que esta se encontra. De posse do conteúdo bibliográfico, partiu-se para a obtenção dos dados pertinentes ao objeto do presente estudo, neste caso, a Empresa Varejista e seus concorrentes, e para tanto, foram realizadas um total de três reuniões com a empresa varejista e outras três com os proprietários das empresas concorrentes, sendo que, os Demonstrativos Contábeis foram disponibilizados durante reunião com a Assessoria Contábil de cada uma das empresas.

Buscando encontrar através da bibliografia existente um paralelo com a realidade da empresa estudada, podemos afirmar que quanto aos objetivos de pesquisa, esta possa ser considerada descritiva, pois segundo Santos e Schmidt (2005), a pesquisa descritiva permite um novo enfoque sobre uma realidade já conhecida, e esta será revista sempre que uma nova problemática ou ponto de interesse for suscitado, sendo que, através da coleta de um número significativo de informações seja possível concluir a pesquisa, ao mesmo tempo permitindo que velhos e conhecidos conceitos sejam constantemente aplicados e reutilizados consagrando sua eficiência e veracidade. Esta pesquisa foi descritiva, pois tanto o embasamento teórico e sua posterior aplicação através de métodos e cálculos sobre os dados contábeis da empresa varejista e de suas concorrentes, foram resultantes de uma pesquisa bibliográfica previamente realizada, para que através de temas já conhecidos, permitir avaliar a situação atual, bem como, determinar o valor aproximado da Empresa Varejista no qual se baseia o presente estudo.

O estudo de caso teve como abordagem uma pesquisa quantitativa, onde as informações coletadas e os demonstrativos contábeis da empresa varejista e de suas concorrentes foram aplicados cálculos para analisar seus balanços e suas demonstrações de resultado, bem como, a atual situação do setor varejista no mercado em que atua.

### 3.2 METODOLOGIA DE SELEÇÃO

A metodologia de seleção da empresa foi discriminada como não probabilística ou intencional, pois segundo Almeida (2011) “este tipo de amostragem é utilizada quando os elementos da população que fornecerão os dados para a pesquisa são selecionados intencionalmente pelo pesquisador.”

Portanto, o que levou à Empresa Varejista ser selecionada, foi o fato de que, seus proprietários ao serem inquiridos sobre a possibilidade de que sua empresa se tornasse objeto de estudo, se mostraram dispostos desde o princípio a fornecerem as informações pertinentes

para a elaboração do mesmo e disponibilizaram os balanços e demonstrativos através da contabilidade da empresa.

Este conjunto de dados e informações, foram aplicados através da fundamentação teórica para solucionar a problemática proposta para este estudo, que é o de obter como resultado o valor real da empresa.

Mas devendo-se ressaltar, que uma das maiores limitações para a realização desta pesquisa, foi a impossibilidade de se ter acesso a dados confiáveis e próximos da realidade, para através deles realizar-se uma comparação com os de mercado de ações de empresas do mesmo setor.

#### 4 ESTUDO DE CASO

O presente estudo de caso, foi realizado em uma empresa do ramo varejista, considerada de pequeno porte, contando atualmente com cinco colaboradores. Foi fundada há 25 anos e atualmente está localizada no Kobrasol, bairro pertencente ao município de São José, integrante da Grande Florianópolis.

Como foi citado anteriormente, o estudo de caso foi realizado com o consentimento dos proprietários, que além de fornecerem as informações pertinentes ao desenvolvimento e movimentação da empresa no dia a dia, disponibilizaram através de sua Assessoria Contábil, a demonstração de resultados contábeis, o balanço patrimonial e a planilha de fluxo de caixa que foram necessários para a aferição da problemática da pesquisa. Desde a primeira reunião com os proprietários foi estabelecido como único requisito, que o nome real da empresa deveria permanecer no anonimato, e a partir deste momento ficou convencionado, que esta seria denominada de “ Empresa Varejista”.

A empresa conta com uma grande e diversificada linha de produtos, que constantemente são renovados de acordo com as tendências e exigências do mercado, buscando atender as necessidades de materiais de papelaria para escritórios, os materiais destinados a fornecerem suporte escolar para as diferentes etapas pedagógicas ( brinquedos pedagógicos, livros didáticos, papelaria e uniformes escolares para determinados colégios da região)., bem como, para atenderem a clientela em geral. Além de que a empresa possui um setor de livraria, que conta com um número significativo de títulos.

Dentre toda a grande variedade de produtos e serviços, os uniformes escolares, merecem destaque, pois são considerados o Carro Chefe da Empresa, que são confeccionados após firmarem um acordo de exclusividade com os colégios, onde a empresa se compromete a confeccioná-los ( através de um processo terceirizado), obedecendo aos padrões estipulados por cada estabelecimento. Como ocorre a exclusividade na venda e um baixo custo na produção dos uniformes, o retorno é relativamente alto gerando um grande lucro para a empresa, já que os mesmos são comercializados com um alto valor agregado. Outro fator que contribui positivamente para que a empresa possa agregar rendimentos ao longo de todo o ano, é a participação em feiras de livros por todo o Estado, à convite de Associações, prefeituras e colégios. Esta participação permite a empresa enfrentar as oscilações que ocorrem em relação as suas vendas fora da sazonalidade da demanda do período conhecido como “Volta às aulas”, correspondente aos três primeiros meses do ano.

O presente estudo buscou diagnosticar a situação atual e poder definir o valor da Empresa Varejista, baseando-se através de ferramentas encontradas na fundamentação teórica. A busca pela maximização desse valor, segundo Copeland, Koller e Murrin (2000), pode ser entendida como uma cultura voltada para a criação de valor e dos processos e sistemas administrativos necessários para traduzir essa cultura em ação.

#### 4.1 DEMONSTRATIVOS

Os demonstrativos a seguir, são caracterizados como balanço perguntado, este tipo de balanço é caracterizado pelo “levantamento das informações através de um questionário previamente elaborado que permite diagnosticar a situação econômica e financeira de uma empresa.” (CORRÊA, MATIAS E VICENTE, 2006, p. 01).

##### 4.1.1 Balanços Patrimoniais

Neste tópico, apresentou-se os balanços patrimoniais da “Empresa varejista”, no período compreendido de 2011 – 2013, utilizando-se alguns dados que permitiram avaliar a situação financeira da empresa.

**Tabela 1 - Balanço Patrimonial 2011 (Continua)**

<b>BALANÇO PATRIMONIAL 2011</b>	
<b>ATIVO</b>	429.900,52
<b>ATIVO CIRCULANTE</b>	429.900,52
<b>Disponibilidades</b>	11.474,52
<b>Caixa</b>	11.474,52
<b>DIREITOS REALIZAVEIS A CURTO PRAZO</b>	418.426,00
<b>Estoques</b>	418.426,00
<b>PASSIVO</b>	429.900,52
<b>Passivo Circulante</b>	376.030,70
<b>Fornecedores Nacionais</b>	368.766,80
<b>FORNECEDORES DE MERCADORIAS PARA REVENDA</b>	368.766,80

Fonte: Tabela adaptada pelo autor, baseado no Balanço Patrimonial da “Empresa varejista”.



Tabela 1 - Balanço Patrimonial 2011 (Conclusão)

<b>BALANÇO PATRIMONIAL 2011</b>	
<b>OBRIGACOES TRABALHISTAS</b>	4.727,11
<b>FOLHA DE PAGAMENTO DE EMPREGADOS</b>	3.449,40
<b>FOLHA DE PAGAMENTO DE DIRIGENTES</b>	485,05
<b>ENCARGOS SOCIAIS A PAGAR</b>	792,66
<b>OBRIGACOES TRIBUTARIAS</b>	2.536,79
<b>IMPOSTOS E CONTRIBUICOES S/RECEITAS</b>	2.536,79
<b>PATRIMONIO LIQUIDO</b>	53.869,82
<b>Capital</b>	15.000,00
<b>Capital Social</b>	15.000,00

Fonte: Tabela adaptada pelo autor, baseado no Balanço Patrimonial da “Empresa varejista”.

Tabela 2 - Balanço Patrimonial 2012 (Continua)

<b>BALANÇO PATRIMONIAL 2012</b>	
<b>ATIVO</b>	610.225,11
<b>ATIVO CIRCULANTE</b>	610.225,11
<b>DISPONIBILIDADES</b>	11.384,81
<b>CAIXA</b>	11.384,81
<b>DIREITOS REALIZAVEIS A CURTO PRAZO</b>	598.840,30
<b>Estoques</b>	598.840,30
<b>PASSIVO</b>	610.225,11
<b>Passivo Circulante</b>	574.344,04
<b>Fornecedores Nacionais</b>	567.616,24
<b>FORNECEDORES DE MERCADORIAS PARA REVENDA</b>	567.616,24
<b>OBRIGACOES TRABALHISTAS</b>	3.760,68
<b>FOLHA DE PAGAMENTO DE EMPREGADOS</b>	2.538,90
<b>FOLHA DE PAGAMENTO DE DIRIGENTES</b>	553,58
<b>ENCARGOS SOCIAIS A PAGAR</b>	668,20
<b>OBRIGACOES TRIBUTARIAS</b>	2.967,12

Fonte: Tabela adaptada pelo autor, baseado no Balanço Patrimonial da “Empresa varejista”.

Tabela 2 - Balanço Patrimonial 2012 (Conclusão)

<b>BALANÇO PATRIMONIAL 2012</b>	
<b>IMPOSTOS E CONTRIBUICOES S/RECEITAS</b>	2.967,12
<b>PATRIMONIO LIQUIDO</b>	35.881,07
Capital	15.000,00
Capital Social	15.000,00

Fonte: Tabela adaptada pelo autor, baseado no Balanço Patrimonial da “Empresa varejista”.

Tabela 3 - Balanço Patrimonial 2013

<b>BALANÇO PATRIMONIAL 2013</b>	
<b>ATIVO</b>	586.446,98
<b>ATIVO CIRCULANTE</b>	586.446,98
<b>DISPONIBILIDADES</b>	13.446,48
<b>CAIXA</b>	13.446,48
<b>DIREITOS REALIZAVEIS A CURTO PRAZO</b>	573.000,50
Estoques	573.000,50
<b>PASSIVO</b>	586.446,98
<b>Passivo Circulante</b>	527.733,38
<b>Fornecedores Nacionais</b>	515.647,49
<b>FORNECEDORES DE MERCADORIAS PARA REVENDA</b>	515.647,49
<b>OBRIGACOES TRABALHISTAS</b>	8.483,41
<b>FOLHA DE PAGAMENTO DE EMPREGADOS</b>	6.320,39
<b>FOLHA DE PAGAMENTO DE DIRIGENTES</b>	603,42
<b>ENCARGOS SOCIAIS A PAGAR</b>	1.559,60
<b>OBRIGACOES TRIBUTARIAS</b>	3.602,48
<b>IMPOSTOS E CONTRIBUICOES S/RECEITAS</b>	12,22
<b>IMPOSTOS E CONTRIBUICOES S/RECEITAS</b>	3.590,26
<b>PATRIMONIO LIQUIDO</b>	58.713,60
Capital	15.000,00
Capital Social	15.000,00

Fonte: Tabela adaptada pelo autor, baseado no Balanço Patrimonial da “Empresa varejista”.

#### 4.1.2 Demonstrações de Resultado

Os demonstrativos apresentados a seguir, serviram para analisar a empresa estudada, consolidar o Fluxo de Caixa Livre para a empresa, bem como, o Fluxo de caixa livre para os sócios. Estes dados foram considerados os principais para a obtenção da avaliação da empresa, através da metodologia do Fluxo de Caixa descontado.

**Tabela 4 - Demonstração do Resultado 2011**

<b>Demonstração do Resultado de 2011</b>	
<b>RECEITA BRUTA</b>	582.213,49
<b>RECEITA OPERACIONAL</b>	582.213,49
<b>RECEITA COM VENDA DE MERCADORIAS</b>	580.800,15
<b>RECEITAS FINANCEIRAS</b>	1.413,34
<b>(-)DEDUÇÕES DAS RECEITAS C/ VENDAS E SERVIÇOS</b>	-33.381,77
<b>IMPOSTOS S/ VENDAS E SERVIÇOS</b>	-33.381,77
<b>(=)RECEITA LIQUIDA</b>	548.831,72
<b>(-)CUSTOS</b>	-358.646,35
<b>CUSTOS</b>	358.646,35
<b>CUSTO DA MERCADORIA VENDIDA</b>	358.646,35
<b>(=)RESULTADO BRUTO</b>	190.185,37
<b>(-)DESPESAS</b>	-99.910,41
<b>DESPESAS OPERACIONAIS</b>	99.910,41
<b>DESPESAS OPERACIONAIS ADMINISTRATIVAS</b>	99.535,38
<b>DESPESAS OPERACIONAIS FINANCEIRAS</b>	36,19
<b>DESPESAS OPERACIONAIS TRIBUTÁRIAS</b>	338,84
<b>(=)RESULTADO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO</b>	90.274,96

Fonte: Tabela adaptada pelo autor, baseado na DRE da “Empresa varejista”.

Tabela 5 - Demonstração do Resultado 2012

Demonstração do Resultado de 2012	
RECEITA BRUTA	826.189,18
RECEITA OPERACIONAL	826.189,18
RECEITA BRUTA COM VENDAS E SERVIÇOS	824.288,38
RECEITAS FINANCEIRAS	1.900,80
(-)DEDUÇÕES DAS RECEITAS C/ VENDAS E SERVIÇOS	-47.370,35
IMPOSTOS S/ VENDAS E SERVIÇOS	-47.370,35
IMPOSTOS S/ VENDAS E SERVIÇOS	-47.370,35
(=)RECEITA LIQUIDA	778.818,83
(-)CUSTOS	-587.345,37
CUSTOS	-587.345,37
CUSTO DA MERCADORIA VENDIDA	587.345,37
(=)RESULTADO BRUTO	191.473,46
(-)DESPESAS	-88.320,40
DESPESAS OPERACIONAIS	88.320,40
DESPESAS OPERACIONAIS ADMINISTRATIVAS	87.795,34
DESPESAS OPERACIONAIS FINANCEIRAS	10,64
DESPESAS OPERACIONAIS TRIBUTÁRIAS	514,42
(=)RESULTADO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	103.153,06

Fonte: Tabela adaptada pelo autor, baseado na DRE da “Empresa varejista”.

Tabela 6 - Demonstração do Resultado 2013

Demonstração do Resultado de 2013	
RECEITA BRUTA	1.186.572,00
RECEITA OPERACIONAL	1.186.572,00
RECEITA BRUTA COM VENDAS E SERVIÇOS	1.178.647,94
RECEITAS FINANCEIRAS	7.924,06
(-)DEDUÇÕES DAS RECEITAS C/ VENDAS E SERVIÇOS	-68.033,24
IMPOSTOS S/ VENDAS E SERVIÇOS	-68.033,24
(=)RECEITA LIQUIDA	1.118.538,76
(-)CUSTOS	842.359,83
CUSTOS	842.359,83
(=)RESULTADO BRUTO	276.178,93
(-)DESPESAS	-120.000,27
DESPESAS OPERACIONAIS	-120.000,27
DESPESAS OPERACIONAIS ADMINISTRATIVAS	119.275,68
DESPESAS OPERACIONAIS FINANCEIRAS	97,06
DESPESAS OPERACIONAIS TRIBUTÁRIAS	627,53
(=)RESULTADO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	156.178,66

Fonte: Tabela adaptada pelo autor, baseado na DRE da “Empresa varejista”.

## 4.2 VALUE DRIVERS

Frente ao levantamento teórico levantado, podemos afirmar que os value drivers de maior destaque na “Empresa varejista”, separando-os por níveis, são os seguintes:

### 4.2.1 Nível 1: Margem de lucro

Dentre os fatores relevantes no nível 1, a Margem de Lucro da empresa apresentou um grande destaque, podendo ser considerado um diferencial frente a seus concorrentes. Esta margem de lucro elevada resulta da venda de uniformes escolares, que são produzidos mediante um baixo custo, devido ao fato, de que a própria empresa controla todo o processo produtivo, desde a confecção (processo terceirizado), até a comercialização destes uniformes para uma clientela garantida, devido as parcerias realizadas com os colégios da região, gerando um retorno significativo.

A constatação desta Margem de Lucro ficou confirmada através da seguinte tabela fornecida pelos proprietários da “Empresa varejista”:

**Tabela 7 - Nível 1 de Value Driver**

<b>GAMA DE PRODUTOS</b>	<b>MARGEM DE LUCRO</b>
<b>Material de escritório</b>	100%
<b>Livros</b>	30% ~ 50%
<b>Material Escolar</b>	150%
<b>Uniforme escolar</b>	250%

**Fonte:** Elaborado pelo autor, dados fornecidos pelos proprietários da “Empresa varejista”.

Este fator além de impactar positivamente na receita anual, é um dos fatores que acarretam no aumento de valor da empresa.

### 4.2.2 Nível 2: Mix de Clientes e Aproveitamento operacional

No nível 2, dentre as variáveis levantadas pelos autores na fundamentação teórica, o que recebeu maior destaque foi o Mix de Clientes, esta variável é muito importante, pois expressa a ligação mantida com uma clientela fixa oriunda da própria região onde a empresa atua, e reafirmada a cada ano letivo, quando somam-se novos clientes resultantes das parcerias com os colégios que indicam a empresa como fornecedores de seus produtos.

Esta parceria baseada em credibilidade, decorre do fato de que os proprietários da Empresa Varejista, trabalham neste mesmo setor ao longo de vinte e cinco anos (25), procurando a consolidação de sua marca como garantia de qualidade e diferenciação no atendimento e na prestação de serviços, conseguindo através deste trabalho um vínculo de fidelidade e confiança com toda sua clientela, passada de geração geração através dos anos.

A empresa atende via B2B, os seguintes colégios:

**Tabela 8 - Nível 2 de Value Driver**

CLIENTES (B2B) QUE A EMPRESA ATENDE
Centro Educacional CIA do saber
Curso e Colégio Energia
Centro Educacional
Colégio Alpha
Centro Educacional Criança Feliz
Colégio Liderança
Colégio Martins & Souza
Colégio Nossa Senha da Conceição
Colégio Paulo Freire
Colégio Atual
Colégio Aquarela
Colégio Planeta Criança
Colégio Municipal Maria Luiza de Melo

**Fonte: Elaborado pelo autor, dados fornecidos pelos proprietários da “Empresa varejista”.**

Todos os colégios parceiros estão localizados na região da Grande Florianópolis, sendo que, além do fornecimento de material para o próprio estabelecimento de ensino e da venda de materiais escolares e uniformes a Empresa Varejista também dentro do mesmo sistema de parceria, atua na realização de feiras de livros previamente acordadas e agendadas, sendo que, a participação da empresa estará condicionada ao pagamento de uma porcentagem (em média de 10%), ao estabelecimento e este irá lhe conceder um espaço adequado.

Estas feiras de livros além de proporcionarem um rendimento extra ao longo de todo o ano, tornam-se importantes na medida em que atuam como veículo de propaganda, consolidam o nome da empresa perante toda a comunidade escolar, que passam a associar seu nome ao de um estabelecimento preocupado e voltado para a fomentação do conhecimento.

#### **4.2.3 Nível 3 - Porcentagem de contas rotativas.**

A identificação destes três níveis, como Value Drivers, serviram para posteriormente nortear as estratégias da empresa que devem estar voltadas para a geração de valor. Como resultado, segundo Copeland, Koller e Murrin (2002), uma gestão baseada em valor, irá incrementar o fluxo de caixa livre para o acionista, neste caso, para seus proprietários, pois a empresa possui capital fechado, isto é, as operações apresentam um rendimento maior que o de costume.

### 4.3 ÍNDICES FINANCEIROS

#### 4.3.1 Indicador de Alavancagem

A empresa não possui alavancagem, isto porque, seus proprietários estabeleceram desde o início de suas atividades que trabalhariam sempre com capital próprio, buscando não contrair dívidas com terceiros, independentemente da situação em que se encontrassem.

Este procedimento poderá se mostrar em determinados momentos não ser o mais adequado ao apresentar uma variação nos resultados, podendo virem a ser positivos ou negativos para seus proprietários ao longo do tempo:

##### **Ponto negativo:**

Ao não optar pela alavancagem financeira e não contrair investimentos de terceiros, a empresa poderá não apresentar capacidade financeira para manter seu potencial criativo e inovador ao longo do tempo, não fazendo frente as novas expectativas do mercado, com isso, terá um crescimento constante e contínuo sem apresentar grandes alterações positivas.

##### **Ponto positivo:**

Por não assumir nenhuma dívida na composição do patrimônio, a empresa não necessita pagar dividendos mensais/anuais, e não necessitar pagar juros de empréstimos a bancos ou financiadores. Com essa escolha assume menos riscos em suas atividades, visto que o prejuízo em um período não acarretará nenhuma penalização para a empresa, já que este irá incidir somente sobre seus proprietários.

#### 4.3.2 Indicador de Liquidez

##### 4.3.2.1 Índice de capital de giro líquido sobre o total de ativos

**Equação 30 - Cálculo do índice de capital de giro líquido sobre o total de ativos**

*Capital de Giro líquido = Ativo Circulante – Passivo Circulante*

*Capital de Giro líquido = 586446,98 – 527733,38*

*Capital de Giro líquido = 58.713,60*



Um alto valor no capital de giro líquido, representa que a empresa possui maior quantidade de estoque (maior parte do ativo circulante), do que dívidas contraídas, sendo representadas pelo passivo circulante. Esse valor também é determinado pelo setor em que a empresa atua, visto que o ramo de papelaria e livrarias, não sofre com fatores da moda, e seus produtos dificilmente se tornam obsoletos, não impactando negativamente nas atividades da empresa.

#### 4.3.2.2 Índice de liquidez corrente

**Equação 31 - Cálculo do índice de liquidez corrente**

$$\text{Índice de liquidez corrente} = \frac{\text{ativos circulantes}}{\text{passivos circulantes}}$$

$$\text{Índice de liquidez corrente} = \frac{586446,98}{527733,38}$$

$$\text{Índice de liquidez corrente} = 1,11125618$$

O valor representa que a empresa, se encontra em uma situação estável, devido a que este índice demonstre o quanto a empresa possui de disponível para poder cumprir com as suas obrigações em um curto prazo.

#### 4.3.2.3 Indicador de liquidez seca

**Equação 32 - Cálculo do índice de liquidez seca**

$$\text{índice de liquidez seca} = \frac{\text{caixa} + \text{títulos negociáveis} + \text{contas a receber}}{\text{passivo circulante}}$$

$$\text{índice de liquidez seca} = \frac{13446,48}{527733,38}$$

$$\text{índice de liquidez seca} = 0,025479684$$

Este índice por não considerar os estoques, sendo no caso da empresa o que maior constitui o Ativo circulante, apresenta um valor de somente 2% de capacidade para cumprir com suas obrigações.

#### 4.3.2.1 Índice de Liquidez Geral

**Equação 33 - Cálculo do índice de liquidez geral**

$$\text{índice de liquidez geral} = \frac{\text{Ativo Circulante} + \text{realizável a longo prazo}}{\text{Passivo circulante} + \text{Exigível a longo prazo}}$$

A empresa não possui quaisquer exigíveis e realizáveis a longo prazo, portanto, por exclusão, o índice de liquidez geral, apresenta o mesmo valor que o índice de liquidez corrente, resultando no valor de: 1,11125618.

Por conclusão, a empresa por estar inclusa no setor varejista, especificamente no ramo de papelaria e livrarias, apresenta uma situação financeira positiva, porém como identificado, a sua maior liquidez é proveniente somente de seus estoques, isto porque não possui nenhum realizável de longo prazo, onde possa realizar a liquidação de um dos ativos, para suprir com algum exigível tanto de curto como longo prazo.

### 4.3.3 Indicador de eficiência

#### 4.3.3.1 Índice de giro dos ativos

##### **Equação 34 - Cálculo do índice de giro dos ativos**

$$\begin{aligned}\text{Índice de giro dos ativos} &= \frac{\text{Vendas}}{\text{Média total de ativos}} \\ \text{Índice de giro dos ativos} &= \frac{1178647,94}{\frac{(586446,98+610225,11)}{2}} \\ \text{Índice de giro dos ativos} &= 0,492469052\end{aligned}$$

Este valor representa, que a empresa possui uma baixa capacidade de giro de seus ativos, em relação as suas vendas anuais. Este é um fator relevante, pois se trata de uma empresa que apresenta um alto valor de estoque. Porém, vale ressaltar que a baixa capacidade também esta ligada com o tamanho do seu estoque em relação a sua capacidade de vendas.

#### 4.3.3.2 Índice de giro de estoque

##### **Equação 35 - Cálculo do índice de giro de estoque**

$$\begin{aligned}\text{Giro de Estoque} &= \frac{\text{Custo de produtos vendidos}}{\text{Estoque médio}} \\ \text{Giro de Estoque} &= \frac{1178647,94}{\frac{(586446,98+610225,11)}{2}} \\ \text{Giro de Estoque} &= 0,35941735\end{aligned}$$

A empresa apresenta um baixo índice de giro de estoque anual, porém por se tratar do setor de livrarias e papelerias, e não sofrer com a moda ou tendências como outros tipos de empresas do setor varejista, podemos afirmar que a empresa, possui um estoque com baixa liquidez, que ocasiona este baixo índice, porém por apresentar uma boa liquidez, representa que a empresa possui um grande estoque e não um estoque que esteja obsoleto.

#### 4.3.4 Indicador de Rentabilidade

##### 4.3.4.1 Índice de margem de lucro bruto

**Equação 36 - Cálculo da margem de lucro bruto**

$$\text{Margem de lucro bruto} = \frac{\text{Lucro Bruto}}{\text{Receita de Vendas}}$$

$$\text{Margem de lucro bruto} = \frac{1186572}{1118538,76}$$

$$\text{Margem de lucro bruto} = 1,060823319$$

A margem sobre o lucro bruto, representa um rendimento de 106%, anual, cerca de 9% ao mês, estando dentro dos padrões do mercado. Visto que este rendimento poderia ser maior, se a liquidez e a capacidade de giro de estoque fossem maiores.

##### 4.3.4.2 Índice da margem de lucro operacional

**Equação 37 - Cálculo da Margem de Lucro Operacional**

$$\text{Margem de lucro operacional} = \frac{\text{Receita de vendas} - \text{Custo das mercadorias vendidas}}{\text{Receita de Vendas}}$$

$$\text{Margem de lucro operacional} = \frac{(1178647,94 - 842359,83)}{1178647,94}$$

$$\text{Margem de lucro operacional} = 0,285316844$$

Abatido o custo das mercadorias, este índice apresenta um rendimento de cerca de 28% nas atividades da empresa, sendo que conforme identificado nos *value drivers*, este rendimento esta abaixo do esperado da empresa, que atua com uma margem de lucro acima de 100% em seus produtos em média. Podendo ser afirmado então que o rendimento esta abaixo do esperado, seja por alto custo das mercadorias vendidas, como também no baixo faturamento com a liquidação dos produtos da loja.

### 4.3.5 Sistema duPont

#### 4.3.5.1 ROA

##### **Equação 38 - Cálculo do ROA**

$$\text{Retorno sobre o ativo total} = \frac{\text{Lucro disponível para os acionistas ordinários}}{\text{Ativo Total}}$$

$$\text{Retorno sobre o ativo total} = \frac{135473,79}{586446,98}$$

$$\text{Retorno sobre o ativo total} = 0,231007737$$

O retorno sobre o ativo, representa um valor acima do mercado, este valor (23%) representa que o investimento realizado pelos proprietários, visto a ausência de acionistas, caracteriza um bom investimento nas atividades da empresa.

#### 4.3.5.2 ROE

##### **Equação 39 - Cálculo do ROE**

$$\text{Retorno sobre o capital próprio} = \frac{\text{lucro disponível para os acionistas ordinários}}{\text{Patrimônio líquido dos acionistas ordinários}}$$

$$\text{Retorno sobre o capital próprio} = \frac{135473,79}{58713,6}$$

$$\text{Retorno sobre o capital próprio} = 2,31$$

Este valor representa que a decisão dos proprietários em não utilizar capital de terceiros, é válida e principalmente, rentável. Isto porque o Retorno sobre o capital próprio se encontra elevado (330%), ou seja, o investimento que os proprietários tiveram no seu patrimônio líquido, esta rendendo anualmente, um retorno de 2,31 mais do que investido.

## 4.4 AVALIAÇÃO DA EMPRESA

### 4.4.1 Fluxo de caixa indireto

A metodologia aplicada na construção deste fluxo de caixa livre para os sócios, esta de acordo com a fundamentação teórica levantada no presente trabalho de conclusão de curso. Este modelo de fluxo de caixa, permite visualizar quanto que a empresa consegue gerar para seus sócios de uma maneira mais prática e simples do modelo contábil padrão.

Este fluxo foi montado a partir dos demonstrativos de resultado e balanço patrimonial de 2013, e 2012 da “Empresa varejista”, descritos anteriormente, e que servirão para realizar a projeção do fluxo de caixa da empresa, em uma prospecção de 5 anos.

Sobre o Balanço patrimonial, foi obtida o valor de variação da necessidade de capital de giro da empresa, podendo ser analisada através do seguinte demonstrativo:

**Tabela 9 - Necessidade de Capital de Giro “Empresa varejista”**

<b>Necessidade de Capital de Giro</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>
<b>Estoques</b>	573.000,50	598.840,30
<b>Passivo Circulante</b>	527733,38	574.344,04
<b>NCG ACO - PCO =</b>	45.267,12	24.496,26
<b>Diferença entre 2013 e 2012</b>	20.770,86	

Fonte: Tabela elaborada pelo autor

A partir disto, os dados são coletados diretamente da Demonstração de Resultado do exercício de 2013 da “Empresa varejista”. Sendo assim exposto:

**Tabela 10 - Fluxo de Caixa Livre “Empresa varejista”**

<b>Fluxo de Caixa Livre para a empresa e para os Sócios em 2013</b>	
<b>“Empresa varejista”</b>	
<b>Conta</b>	<b>Valor</b>
<b>Receitas</b>	1.186.572,00
<b>IR S/ operações</b>	-68.033,24
<b>Custos</b>	-842.359,83
<b>Despesas Operacionais</b>	-120.000,27
<b>Ebit</b>	156.178,66
<b>(-) IR/CS (34%)</b>	-
<b>(=) Lucro Operacional</b>	156.178,66
<b>(+) Depreciação</b>	0,00
<b>(+/-) Investimentos</b>	0,00
<b>(-) Variação do Capital de giro</b>	-20.770,86
<b>(=) FCLE</b>	135.407,80
<b>(-) Juros</b>	100,00
<b>(+) IR/CS sobre os juros</b>	-34,00
<b>(-) Amortizações</b>	0,00
<b>(=)FCLS</b>	135.473,80

Fonte: Tabela adaptada pelo autor, baseado no Balanço patrimonial da empresa estudada

#### 4.4.2 Projeções e cálculos do valor

A seguinte avaliação será regida pela fundamentação teórica, aplicando como metodologia a projeção do fluxo de caixa da “Empresa varejista”, com a intenção de analisar o valor da mesma.

Dentro desta perspectiva de projeção, serão analisadas três situações relacionadas aos valores a serem utilizados, que foram previamente discutidas com o professor orientador deste estudo de caso, bem como, com os proprietários da “Empresa varejista”.

Os valores podem ser analisados a seguir:

**Tabela 11 - Crescimento do FCLS para “Empresa varejista”**

	<b>Pessimista</b>	<b>Realista</b>	<b>Otimista</b>
<b>Crescimento do FCLS anualmente</b>	5%	15%	30%

**Fonte: Tabela elaborada pelo autor**

Ressaltando que os valores estipulados, terão impacto na projeção de 5 anos do FCLS (Fluxo de Caixa livre para os sócios). Estes valores projetados para um quinquênio, foram determinados pela seguinte fórmula:

**Equação 40 - Cálculo do Valor de cada ano Projetado “Empresa varejista”**

$$ValordeCadaano = FCLS \times (1 + Taxa)^n$$

Sendo:

FCLS = Fluxo de caixa livre para os sócios de 2013;

Taxa = O valor assumido de crescimento projetado; e

N = Ano referente a projeção.

A projeção para os cinco anos assumindo as três perspectivas, pode ser analisada a seguir:

**Tabela 12 - Projeção de crescimento “Empresa varejista”**

<b>Projeção do Fluxo de Caixa livre para os sócios assumindo três perspectivas</b>		
Pessimista	Realista	Otimista
142.247,49	155.794,87	176.115,94
149.359,86	179.164,10	228.950,72
156.827,86	206.038,71	297.635,93
164.669,25	236.944,52	386.926,72
172.902,71	272.486,20	503.004,73

Fonte: Tabela elaborada pelo autor

Para se obter o valor da empresa, deve-se calcular o valor explícito e não o implícito da organização. Lembrando que o valor explícito, assim como a projeção de crescimento irá considerar um período de 5 anos para efeito de cálculo. Esta projeção será obtida através da equação:

**Equação 41 -Valor explícito pelo FCD da “Empresa varejista”**

$$VP_{Pex} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{FCLS}{(1 + WACC)^t}$$

Onde o custo médio ponderado de capital (CPMC ou WACC) representa o  $K_e$  (Custo de capital próprio), esta afirmação pode ser demonstrada a seguir:

**Equação 42 - WACC da “Empresa varejista”**

$$WACC = \frac{Kil \times PO + Ke \times PL}{PO + PL}$$

Onde:

$$WACC = \frac{Kil \times 0 + Ke \times PL}{0 + PL}$$

$$WACC = \frac{PL}{PL} \times (Ke)$$

Resultante:

$$WACC = Ke$$

Por comprovação matemática, a empresa não constitui dívidas, seu custo médio ponderado de capital é formado somente pelo seu custo de capital próprio.

Para o cálculo do valor do custo de capital próprio voltado para uma empresa do setor varejista, é necessário a realização do cálculo do beta da empresa. O beta da empresa, é obtido através da fórmula do Beta do Setor, representado a seguir:

**Equação 43 - Beta da “Empresa varejista”.**

$$\beta_l = \beta_u \times \left(1 + \left[\frac{PO}{PL}\right]\right)$$

Porém neste caso, o Beta do Setor será igual ao Beta da empresa, porque assim como no custo ponderado médio de capital e por não possuir investimentos de terceiros, esta afirmação pode ser assim comprovada:

$$\beta_l = \beta_u \times \left(1 + \left[\frac{0}{PL}\right]\right)$$

Resultando em:

$$\beta_l = \beta_u$$

Sendo:

$\beta_u$  (Beta do Setor): 0,9452 (Site IBOVESPA, 2015)

$\beta_l$  : Beta da Empresa

Portanto, sendo o Beta do Setor o mesmo que o beta da empresa, o custo de capital próprio, pode ser calculado através da seguinte fórmula:

**Equação 44 - Cálculo do Ke da “Empresa varejista”**

$$Ke = Rf + \beta_l \times (Rm - Rf)$$

$$Ke = 7,41\% + 0,9452 \times (17,767273\% - 7,41\%)$$

$$Ke \cong 17,20\%$$

Sendo:

$Rf$  (RiskFree) : 7,41% (TESOURO DIRETO, 2014)

$\beta_l$  (Beta da empresa): 0,9452

$Rm$  (Retorno do Mercado): 0,17767 (SITE IBOVESPA, 2015)

A partir da obtenção do WACC (neste caso em específico será o Ke), pode se descontar os valores anteriormente projetados a partir dos três cenários previstos de crescimento. Cada valor será descontado pela seguinte fórmula:



Equação 45 - Valor presente “Empresa varejista”

$$VP_{Pex} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{FCLS}{(1 + WACC)^t}$$

Tabela 13 - Projeção do valor explícito da “Empresa varejista”

Valor de Projeção			
Período	Pessimista	Realista	Otimista
0	135.473,80	135.473,80	135.473,80
1	121.371,89	132.931,12	150.269,96
2	108.737,90	130.436,17	166.682,13
3	97.419,02	127.988,04	184.886,81
4	87.278,36	125.585,86	205.079,76
5	78.193,28	123.228,77	227.478,14

Fonte: Tabela elaborada pelo autor

Para a aferição de valor do período não explícito, são necessárias duas etapas de avaliação, representadas pela equação:

Equação 46 - 1ª Etapa do período não explícito da “Empresa varejista”

$$VP_{P\tilde{N}ex} = \frac{\overline{FC}}{WACC^5}$$

Equação 47 - 2ª Etapa do período não explícito da “Empresa varejista”

$$VP_{P\tilde{N}ex} = \frac{\text{Valor 1ª Etapa}}{(1 + WACC)^5}$$

Tabela 14 - Projeção do Valor não explícito da “Empresa varejista”

Valor de Projeção		
Primeira Etapa		
Pessimista	Realista	Otimista
931.587,88	1.468.136,84	2.710.154,80
Segunda Etapa:		
Pessimista	Realista	Otimista
397.679,20	626.722,93	1.156.919,51

Fonte: Tabela elaborada pelo autor

O valor da empresa então fica discriminado em três perspectivas: Pessimista, Realista e Otimista. Para a obtenção do valor do período explícito, devem ser somados todos os fluxos de caixa descontados projetados.

Portanto o valor da “Empresa varejista”, para as seguintes projeções, são os seguintes:

**Tabela 15 - Valor da “Empresa varejista” em três cenários**

<b>Valor de Projeção</b>			
<b>Período</b>	<b>Pessimista</b>	<b>Realista</b>	<b>Otimista</b>
<b>Explícito</b>	628.474,25	775.643,76	1.069.870,61
<b>Ñ Explícito</b>	397.679,20	626.722,93	1.156.919,51
	<b>Pessimista</b>	<b>Realista</b>	<b>Otimista</b>
<b>Valor da Empresa</b>	1.026.153,45	1.402.366,69	2.226.790,11

**Fonte: Tabela elaborada pelo autor**

#### 4.5 VALOR DE EMPRESAS CONCORRENTES NA REGIÃO DO KOBRA SOL

Nesta etapa do presente estudo, se procederá a avaliação de outras duas empresas concorrentes que atuam também no mesmo município onde está localizada a empresa estudada. Esta avaliação se faz necessária por distintos motivos, entre eles podemos citar: identificar possíveis variações nas suas atividades, a capacidade de geração de receita, necessidade de capital de giro, modalidade de financiamento (se utilizam somente capital próprio, e/ou também de terceiros), além de verificar se a aferição de valor é aproximada entre as empresas.

Os valores discriminados a seguir, se referem a duas papelarias atuantes na mesma região da empresa avaliada, sendo que todas as informações pertinentes, os balanços patrimoniais, as planilhas de fluxo de caixa e demonstrativos de resultados foram fornecidos pelos proprietários das empresas, mediante a solicitação de que os mesmos não poderiam ser disponibilizados para eventualmente serem publicados como anexo no presente estudo. O balanço pode ser discriminado como perguntado, pois assim como ocorre com os valores da empresa estudada, estas outras duas papelarias de acordo com seus proprietários, também irão apresentar alguns valores divergentes.

Para ambas as avaliações, a projeção terá o mesmo crescimento do FCLS, igual ao utilizado na avaliação da “Empresa varejista”.

**Tabela 16 - Crescimento do FCLS da empresa A e B**

	<b>Pessimista</b>	<b>Realista</b>	<b>Otimista</b>
<b>Rentabilidade</b>	5%	15%	30%

**Fonte: Elaborado pelo autor.**

#### 4.5.1 Valuation - Empresa A

Para a avaliação da empresa A, primeiramente foi realizado o Fluxo de caixa livre para a empresa e para os sócios, com o intuito de saber o valor à ser projetado para a avaliação da empresa.

**Tabela 17 - Fluxo de Caixa livre para os Sócios empresa A**

<b>Fluxo de Caixa Livre para a empresa e para os Sócios em 2013</b>	
<b>Empresa A</b>	
<b>Conta</b>	<b>Valor em R\$</b>
<b>Receitas</b>	2.395.657,27
<b>IR S/ operações</b>	-95.826,29
<b>Custos</b>	-1.408.023,03
<b>Despesas Operacionais</b>	-595.624,76
<b>Ebit</b>	296.183,19
<b>(-) IR/CS (34%)</b>	-
<b>(=) Lucro Operacional</b>	296.183,19
<b>(+) Depreciação</b>	12.686,90
<b>(+/-) Investimentos</b>	-108.736,10
<b>(-) Variação do Capital de giro</b>	26.003,16
<b>(=) FCLE</b>	226.137,15
<b>(-) Juros</b>	-51.513,06
<b>(+) IR/CS sobre os juros</b>	
<b>(-) Amortizações</b>	0,00
<b>(=)FCLS</b>	174.624,09

**Fonte: Tabela adaptada pelo autor, baseado nos demonstrativos da empresa concorrente.**

Para a utilização da fórmula do fluxo de caixa descontado, serão necessários os seguintes valores:

- Patrimônio Líquido;
- Passivo Oneroso;
- Custo de Capital Próprio
- Custo de Capital de Terceiros
- Beta da Empresa

Os valores serão demonstrados a seguir:

#### 4.5.1.1 Cálculo do custo de capital de terceiros da empresa A

O custo de capital de terceiros líquido foi determinado utilizando a fórmula:

##### **Equação 48 - Custo de Capital de Terceiros Líquido da Empresa A**

$$Kil = \frac{Despesas\ Financeiras \times (1 - IR)}{PO}$$

$$Kil = \frac{27511,73 * (1 - 0,057)}{228040}$$

$$Kil = 11\%$$

Este valor representa o custo que a empresa possui, ao optar pela alavancagem obtida de terceiros, onde 11% apresenta um custo menor do que o capital próprio, que será calculado a seguir.

Para a obtenção do custo de capital próprio, é necessário calcular o Beta da empresa, isto porque a empresa é alavancada por capital de terceiros, como foi demonstrado anteriormente.

#### 4.5.1.2 Cálculo do Beta da empresa A

##### **Equação 49 - Beta da Empresa A**

$$\beta l = \beta u \times \left( 1 + \left[ \frac{PO}{PL} \right] \right)$$

$$\beta l = 0,9452 \times \left( 1 + \left[ \frac{228040}{230709,75} \right] \right)$$

$$\beta l = 1,879462241$$

Sendo:

$\beta l$  : Beta da Empresa

$\beta u$  (Beta do Setor): 0,9452 (Site IBOVESPA, 2015)

#### 4.5.1.3 Cálculo do Custo de capital próprio da empresa A

Identificado o valor do Beta da empresa, é capaz de se determinar o custo de capital próprio pela seguinte fórmula:

##### **Equação 50 - Custo de capital próprio da Empresa A**

$$Ke = Rf + \beta l \times (Rm - Rf)$$

$$Ke = 0,0741 + 1,8794 \times (0,17767 - 0,0741)$$

$$Ke = 0,238097397$$

$$Ke \cong 26,87\%$$

Sendo:

Rf (RiskFree) : 7,41% (TESOURO DIRETO, 2014)

Bl (Beta da empresa): 1,8794 (SITE IBOVESPA, 2015)

Rm (Retorno do Mercado): 0,17767 (SITE IBOVESPA, 2015)

#### 4.5.1.4 Cálculo do Custo médio ponderado de capital da empresa A

O custo de capital médio, pode então ser obtido pela seguinte expressão:

**Equação 51 - Cálculo do WACC Empresa A**

$$WACC = \frac{Kil \times PO + Ke \times PL}{PO + PL}$$

$$WACC = \frac{0,113767591 \times 228040 + 0,268749 \times 230709,75}{228040 + 230709,75}$$

$$WACC = 0,191709262$$

$$WACC \cong 19,17\%$$

Sendo:

Kil: Custo de Capital de terceiros líquido

PO: Passivo Oneroso

Ke: Custo de capital próprio

PL: Patrimônio Líquido

Após a aferição do WACC ou CPMC, pode ser obtido o valor da empresa A, onde é necessário a realização dos seguintes cálculos:

- Projeção do Valor dos fluxos de caixa livre para os sócios projetados, com o crescimento especificado
- Desconto no valor dos fluxos, pela fórmula do fluxo de caixa descontado;
- Determinação do valor do período não explícito;
- Definição do valor da empresa, pela soma dos períodos explícitos e não explícito, pelas três perspectivas de crescimento.

#### 4.5.1.5 Cálculo do período explícito da empresa A

Projeção do Valor dos fluxos de caixa livre para os sócios projetados, com o crescimento especificado:

**Equação 52 - Cálculo do valor de cada ano projetado da empresa A**

$$ValordeCadaano = FCLS \times (1 + Taxa)^n$$

Sendo:

FCLS = Fluxo de caixa livre para os sócios de 2013;

Taxa = O valor assumido de crescimento projetado; e

N = Ano referente a projeção.

**Tabela 18 - Valor de cada ano projetado da empresa A**

Pessimista	Realista	Otimista
183.355,29	200.817,70	227.011,32
192.523,06	230.940,36	295.114,71
202.149,21	265.581,41	383.649,12
212.256,67	305.418,62	498.743,86
222.869,51	351.231,42	648.367,02

Fonte: Tabela elaborada pelo autor

A partir deste valor, se torna capaz determinar o valor do Período Explícito, através da fórmula do Fluxo de caixa descontado:

**Equação 53 - FCD da empresa A**

$$VP_{Pex} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{FCLS}{(1 + WACC)^t}$$

**Tabela 19 - Valor explícito da empresa A**

Valor de projeção			
Período	Pessimista	Realista	Otimista
0	174.624,09	174.624,09	174.624,09
1	153.859,08	168.512,33	190.492,20
2	135.563,30	162.614,48	207.802,24
3	119.443,11	156.923,05	226.685,25
4	105.239,82	151.430,81	247.284,16
5	92.725,48	146.130,81	269.754,90

Fonte: Tabela elaborada pelo autor

#### 4.5.1.6 Cálculo do Período não explícito da empresa A

Primeira etapa, definir o valor da projeção da perpetuidade:

**Equação 54 - 1ª Parte do Cálculo Empresa A Período não explícito**

$$VP_{P\tilde{N}ex} = \frac{\overline{FC}}{WACC}$$

Sendo:

$\overline{FC}$  : A média dos dois últimos períodos do FCLS

Segunda etapa, descapitalizar o valor da perpetuidade pelo número de anos sustentado na projeção, pela seguinte fórmula:

**Equação 55 - 2ª Parte do Cálculo Empresa A Período não explícito**

$$VP_{P\tilde{N}ex} = \frac{\text{Valor 1ª Etapa}}{(1 + WACC)^5}$$

**Tabela 20 - Valor não explícito da empresa A**

<b>Primeira Etapa</b>			
<b>Valor de projeção</b>			
	Pessimista	Realista	Otimista
	516.316,46	776.075,23	1.348.497,87
<b>Segunda Etapa:</b>			
	214.814,90	331.293,47	575.651,06

**Fonte: Tabela elaborada pelo autor**

A partir da obtenção do valor da empresa A, dos períodos explícitos e não explícitos, dentro de três perspectivas de projeção, o valor da empresa A, é demonstrado a seguir:

**Tabela 21 - Valor da empresa A**

<b>Valor de projeção</b>			
<b>Período</b>	Pessimista	Realista	Otimista
<b>Explícito</b>	781.454,88	960.235,56	1.316.642,84
<b>Não Explícito</b>	214.814,90	331.293,47	575.651,06
	Pessimista	Realista	Otimista
<b>Valor da Empresa</b>	996.269,77	1.291.529,03	1.892.293,91

**Fonte: Tabela elaborada pelo autor**

**4.5.2 Valuation – Empresa B**

O procedimento de avaliação realizado na “Empresa varejista” (Tema do estudo de caso), quanto na Empresa A (Empresa concorrente da mesma região de atuação), será também o mesmo utilizado para a aferição de valor da Empresa B.

A empresa B, diferentemente da “Empresa varejista”, trabalha somente com o ramo de papelaria e revenda de uniformes escolares. Ela também vem atuando no bairro do Kobrasol, município de São José, a cerca de 20 anos, e seu proprietário atua ainda na gestão da empresa, tendo como principal fonte de geração de riquezas, o sistema de vendas casadas para os colégios da região.

O Fluxo de caixa livre para a empresa, foi desenvolvido a partir da coleta de informações em reuniões com o proprietário, confrontados assim como nos dois casos anteriores, com os demonstrativos obtidos junto a contabilidade da empresa.

Alguns diferenciais desta empresa:

- Alta Variação do Capital de Giro; e
- Possui alavancagem financeira.

**Tabela 22 - Fluxo de Caixa livre para a empresa e para os sócios em 2013, empresa B**

<b>Fluxo de Caixa Livre para a empresa e para os Sócios em 2013</b>	
<b>Empresa B</b>	
<b>Conta</b>	<b>Valor (em R\$)</b>
<b>Receitas</b>	1.338.645,39
<b>IR S/ operações</b>	-101.519,53
<b>Custos</b>	-850.247,94
<b>Despesas Operacionais</b>	-258.788,60
<b>Ebit</b>	128.089,32
<b>(-) IR/CS (34%)</b>	-
<b>(=) Lucro Operacional</b>	128.089,32
<b>(+) Depreciação</b>	11.411,16
<b>(+/-) Investimentos</b>	0,00
<b>(-) Variação do Capital de giro</b>	92.525,89
<b>(=) FCLE</b>	232.026,37
<b>(-) Juros</b>	-45.030,72
<b>(+) IR/CS sobre os juros</b>	
<b>(-) Amortizações</b>	0,00
<b>(=)FCLS</b>	186.995,65

**Fonte:** Tabela adaptada pelo autor, baseado nos demonstrativos da empresa concorrente.

Outros dados relevantes que são necessários na utilização do Fluxo de caixa descontado, é o Patrimônio Líquido e Passivo oneroso da empresa, representados a seguir:



Tabela 23 - Constituição do Capital da empresa B

<b>Patrimônio líquido</b>	<b>128.170,38</b>
<b>Passivo Oneroso</b>	<b>128.764,16</b>

Fonte: Tabela elaborada pelo autor

## 4.5.2.1 Custo de Capital de Terceiros

Visto que a empresa possui alavancagem financeira, para o cálculo do CPMC (Custo ponderado médio de capital), se torna necessário calcular o custo de capital de terceiros da empresa. Obtido pela seguinte fórmula:

Equação 56 - Kil empresa B

$$Kil = \frac{Despesas\ Financeiras \times (1 - IR)}{PO}$$

$$Kil = \frac{45030,72 \times (1 - 0,057)}{128764,16}$$

$$Kil \cong 34,97\%$$

## 4.5.2.2 Custo de Capital próprio

Conforme citado anteriormente, para a obtenção do custo de capital próprio, quando a empresa é alavancada, primeiro deve se calcular o beta da empresa, atribuindo um valor da dívida ao beta do setor, que permanece igual quando a empresa não possui dívidas.

Equação 57 - Beta da empresa B

$$\beta_l = \beta_u \times \left( 1 + \left[ \frac{PO}{PL} \right] \right)$$

$$\beta_l = 0,9452 \times \left( 1 + \left[ \frac{128764,16}{128170,38} \right] \right)$$

$$\beta_l = 1,894778866$$

A variação do beta, isto é o risco que esta empresa possui, em relação ao mercado, é maior que o dobro, tendo este fato um impacto no custo de capital próprio da empresa, sendo demonstrado a seguir:

**Equação 58 - Cálculo do Ke empresa B**

$$Ke = Rf + \beta l \times (Rm - Rf)$$

$$Ke = 0,0741 + 1,894778866 \times (0,17767 - 0,0741)$$

$$Ke = 27,0342\%$$

Sendo:

Rf (RiskFree) : 7,41% (TESOURO DIRETO, 2014)

$\beta l$  (Beta da empresa): 1,894778866

Rm (Retorno do Mercado): 0,17767 (SITE IBOVESPA, 2015)

$\beta u$  (Beta do Setor): 0,9452 (Site IBOVESPA, 2015)

#### 4.5.2.3 Custo ponderado médio de capital

O custo ponderado a seguir, identificará o custo de capital da empresa, de terceiros e próprios, para a realização de suas atividades, este custo será maior que nas outras duas empresas, visto que a empresa possui um alto custo de capital de terceiros, e seu  $\beta$  é notavelmente mais elevado que o do setor.

**Equação 59 - WACC empresa B**

$$WACC = \frac{Kil \times PO + Ke \times PL}{PO + PL}$$

$$WACC = \frac{0,270342247 \times 128170,38 + 0,349714703221766 \times 128764,16}{128170,38 + 128764,16}$$

$$WACC = 31,0120\%$$

#### 4.5.2.4 Cálculo do Valor da empresa B

Tendo definido o valor do WACC, pode-se obter os seguintes valores:

- Período explícito
- Período não explícito (Perpetuidade)

##### 4.5.2.4.1 Período explícito

Portanto, assim como nos casos anteriores, o valor do período explícito da empresa B, pode ser identificado pela seguinte fórmula:

**Equação 60 - Valor de cada ano projetado empresa B**

$$Valor de Cada ano = FCLS(atual) \times (1 + Taxa)^n$$

Sendo:

FCLS = Fluxo de caixa livre para os sócios de 2013;

Taxa = O valor assumido de crescimento projetado; e

N = Ano referente a projeção.

**Tabela 24 - Valor projetado da Empresa B**

Valor de projeção		
Pessimista	Realista	Otimista
196.345,43	215.045,00	243.094,35
206.162,70	247.301,75	316.022,65
216.470,84	284.397,01	410.829,44
227.294,38	327.056,56	534.078,28
238.659,10	376.115,04	694.301,76

Fonte: Tabela elaborada pelo autor

Feita a projeção respeitando as taxas de crescimento aplicadas também às outras duas organizações, há de ser descontado pelo WACC os FCLS (descapitalização), ao valor presente, realizado com o uso da fórmula:

**Equação 61 - Cálculo do Valor explícito da empresa B**

$$VP_{Pex} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{FCLS}{(1 + WACC)^t}$$

**Tabela 25 - Valor Período explícito empresa B**

Valor de projeção			
Período	Pessimista	Realista	Otimista
0	186.995,65	186.995,65	186.995,65
1	149.959,21	164.241,03	185.663,78
2	120.258,22	144.255,32	184.341,39
3	96.439,82	126.701,57	183.028,43
4	77.338,90	111.283,86	181.724,81
5	62.021,13	97.742,25	180.430,48

Fonte: Tabela elaborada pelo autor

#### 4.5.2.4.2 Período não explícito

As duas etapas para o cálculo do valor explícito, são representadas pela seguinte fórmula:

**Equação 62 - 1ª Etapa do Cálculo do período não explícito Empresa B**

$$VP_{P\tilde{N}ex} = \frac{\overline{FC}}{WACC}$$

Sendo:

$\overline{FC}$  : A média dos dois últimos períodos do FCLS

Estas duas etapas, são necessárias pelo mesmo fator de desconto do período explícito, que é a descapitalização do valor obtido.

**Equação 63 - 2ª Etapa do Cálculo do período não explícito Empresa B**

$$VP_{P\tilde{N}ex} = \frac{\text{Valor 1ª Etapa}}{(1 + WACC)^5}$$

**Tabela 26 - Valor do Período não explícito da empresa B**

<b>Primeira Etapa</b>		
<b>Valor de projeção</b>		
<b>Pessimista</b>	<b>Realista</b>	<b>Otimista</b>
<b>225.264,27</b>	<b>337.873,89</b>	<b>585.394,89</b>
<b>Segunda Etapa:</b>		
<b>58.540,17</b>	<b>144.232,68</b>	<b>249.895,23</b>

**Fonte: Elaborado pelo autor.**

Feita a descapitalização pelo WACC, trazendo então a valor presente a perpetuidade da empresa, torna-se possível, definir o valor da empresa B.

**Tabela 27 - Valor da Empresa B**

<b>Valor de projeção</b>			
<b>Período</b>	<b>Pessimista</b>	<b>Realista</b>	<b>Otimista</b>
<b>Explícito</b>	<b>693.012,92</b>	<b>831.219,69</b>	<b>1.102.184,54</b>
<b>Não Explícito</b>	<b>58.540,17</b>	<b>144.232,68</b>	<b>249.895,23</b>
	<b>Pessimista</b>	<b>Realista</b>	<b>Otimista</b>
<b>Valor da Empresa</b>	<b>751.553,09</b>	<b>975.452,38</b>	<b>1.352.079,78</b>

**Fonte: Elaborado pelo autor.**

#### **4.5.3 Comparação de Resultados: Empresas concorrentes e “Empresa varejista”**

O grande fator que alterou o valor da Empresa Varejista e suas concorrentes quando foram avaliadas através do fluxo de caixa descontado, foi a taxa de desconto para

descapitalizar a projeção dos fluxos de caixa livre para os sócios, fora é claro, o próprio fluxo de caixa livre para os sócios.

Em ambos os casos, o período explícito das Empresas A e B, foram superiores ao da “Empresa varejista”. Isto ocorreu devido a que os FCLS das empresas do presente ano serem superiores ao da “Empresa varejista”. Porém, em ambos os casos, o valor final da “Empresa varejista” foi superior ao de suas concorrentes.

O questionamento levantado foi: E por que isso ocorreu?

Como resposta temos o fato de que as duas empresas concorrentes, apresentaram endividamento financeiro, seja ele decorrente da necessidade de novos investimentos aplicados no crescimento da empresa, ou para o pagamento de outras dívidas do passado.

Este fator acarretou em um impacto do WACC de ambas as empresas concorrentes, visto que ao descapitalizar o valor projetado ao valor presente, o custo de capital próprio e de terceiros foi alterado.

No caso do capital próprio, o custo se tornaria mais elevado se a empresa possuísse dívidas, esta afirmação foi comprovada pela seguinte demonstração:

**Equação 64 - Custo de capital próprio efeito comparativo**

$$K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

A fórmula do custo do capital próprio, utiliza o Beta do setor, onde, se a empresa possuir dívidas, há de se calcular o beta da empresa.

**Equação 65 - Beta da empresa efeito comparativo**

$$\beta_L = \beta_u \times \left[ 1 + \left( \frac{PL}{P \times PL} \right) \right]$$

No caso da Empresa B por exemplo, o risco sistemático (Beta), teve um aumento maior que 100%, este fator teve impacto relevante nas projeções apresentadas nos tópicos anteriores.

Além do capital próprio, no custo de capital de terceiros, a presença de dívidas é um agravante para as atividades das organizações A e B, pois a presença de dívidas acarretaram em um impacto negativo nas avaliações.

A taxa de desconto, apresentou maior impacto nos valores da projeção do período não explícito, possuindo maior notabilidade na Empresa B, que em seu período não explícito, no cenário pessimista, teve uma projeção de R\$ 58.540,17 frente aos R\$ 397.679,20.

As avaliações com ambos os cenários projetados podem ser analisados a seguir:

**Tabela 28 - Valor da “Empresa varejista” (Comparação)**

<b>Valor de Projeção</b>			
<b>Período</b>	<b>Pessimista</b>	<b>Realista</b>	<b>Otimista</b>
<b>Explícito</b>	628.474,25	775.643,76	1.069.870,61
<b>Não Explícito</b>	397.679,20	626.722,93	1.156.919,51
<b>Valor da Empresa</b>	1.026.153,45	1.402.366,69	2.226.790,11

**Fonte: Tabela elaborada pelo autor**

**Tabela 29 - Valor da Empresa A (Comparação)**

<b>Valor de projeção</b>			
<b>Período</b>	<b>Pessimista</b>	<b>Realista</b>	<b>Otimista</b>
<b>Explícito</b>	781.454,88	960.235,56	1.316.642,84
<b>Não Explícito</b>	214.814,90	331.293,47	575.651,06
<b>Valor da Empresa</b>	996.269,77	1.291.529,03	1.892.293,91

**Fonte: Tabela elaborada pelo autor**

**Tabela 30 - Valor da Empresa B (Comparação)**

<b>Valor de projeção</b>			
<b>Período</b>	<b>Pessimista</b>	<b>Realista</b>	<b>Otimista</b>
<b>Explícito</b>	693.012,92	831.219,69	1.102.184,54
<b>Não Explícito</b>	58.540,17	144.232,68	249.895,23
<b>Valor da Empresa</b>	751.553,09	975.452,38	1.352.079,78

**Fonte: Tabela elaborada pelo autor**

Estes dados demonstraram que devido a opção de não possuir dívidas, isto é, não ser alavancada, a “Empresa varejista”, optou por uma gestão mais responsável e menos arriscada, porém, este fato ocasionou que o fluxo de caixa livre para os sócios (proprietários), tornou-se menor do que o das empresas concorrentes.

## 5 CONCLUSÃO

O projeto teve como objetivo demonstrar e mensurar o valor de uma empresa de capital fechado do setor varejista, situada no bairro do Kobrasol, município de São José, utilizando ferramentas financeiras, que foram aprendidas no decorrer do curso de graduação e aprofundadas no decorrer do levantamento bibliográfico, sendo necessárias para a realização e conclusão deste projeto.

### 5.1 CUMPRIMENTO DOS OBJETIVOS DE PESQUISA

- Analisar os índices contábeis e financeiros da situação atual da empresa;

Frente ao levantamento de dados, obtidos com a contabilidade da empresa, e perante aos proprietários, pode-se afirmar, que estes índices foram analisados de acordo com o embasamento levantado na fundamentação teórica, permitindo desta maneira, se proceder a análise da situação atual da “Empresa varejista”.

Portanto é viável afirmar que este objetivo foi cumprido.

- Definir as variáveis que sustentam a projeção do fluxo de caixa;

Através da análise dos índices contábeis e financeiros, se tornou possível, analisar as variáveis do mercado que alteram a projeção do Fluxo de caixa livre para a empresa e determinar as variáveis que sustentam a projeção.

Conclui-se que este objetivo foi claramente explicado.

- Definir o custo médio ponderado de capital (CMPC) da empresa; e

Com a obtenção e geração dos dados propostos nos dois objetivos específicos anteriores, foi possível identificar o custo médio ponderado de capital da “Empresa varejista”, sendo parte da avaliação de empresa, a ser utilizada pela fórmula do Fluxo de Caixa Descontado.

O objetivo acima exposto, também foi cumprido na íntegra.

- Construir o fluxo de caixa pelo método indireto.

O levantamento bibliográfico, a orientação do professor orientador, e as reuniões com os proprietários da empresa, tornaram possível a realização e construção do fluxo de caixa pelo método indireto.

Portanto, este objetivo específico também pode ser identificado como realizado.

A partir da conclusão dos objetivos específicos, foi possível definir o valor de uma empresa de capital fechado, sendo este, o objetivo geral do presente trabalho de pesquisa de conclusão de curso.

## COMPARAR O VALOR DAS EMPRESAS CONCORRENTES

### 5.2 QUANTO AO TEMA ABORDADO

O valuation ou avaliação de empresas acabou se tornando um desafio no mercado brasileiro, este problema na visão de diferentes autores que dissertam sobre este tema, deve-se a falta de correlação entre os dados declarados e os verdadeiros, esta situação faz com que os resultados obtidos não se apresentem tão confiáveis quanto deveriam ser.

Porém, a avaliação de empresas, permite não somente ao gestor identificar o valor de sua empresa, frente a uma necessidade de venda ou fusão com outras empresas, mas também, permite identificar com precisão determinados fatores relevantes, tais como:

- Capacidade de geração de riquezas;
- Custo de Capital;
- Necessidade de Capital de Giro; e
- Impacto do Beta no valor da empresa.

Além de que, segundo autores como Marterlanc (2005) e Assaf Netto (2012), a avaliação de empresa, permite ao gestor encontrar meios de atuação para promover uma gestão voltada para a geração de valor da empresa, isto é, uma gestão preocupada não somente em gerar ou aumentar o lucro (foi comprovado neste estudo, que uma empresa com lucros parecidos com o de outra empresa concorrente, podem ter valores auferidos diferentes), mas que ele saiba gerir melhor este lucro para incrementar o valor da empresa.

Através dos conceitos levantados, foi utilizado para a aferição do valor de empresa, o modelo do Fluxo de Caixa Descontado, onde primeiramente foi necessário realizar o Fluxo de Caixa indireto, para poder então realizar as projeções do período explícito e não explícito.

Um fator que chamou a atenção nas projeções quanto ao mercado, (segundo dados do IBGE), é que atualmente estas demonstram um crescimento negativo do setor varejista, e é especificamente o setor de livrarias e papelarias, o que responde como um dos piores do País.



Porém, ao analisar os balanços e demonstrativos da “Empresa varejista” e em consecutivas reuniões com os proprietários, a expectativa montada quanto ao cenário foi a seguinte:

**Tabela 31 - Crescimento FCLS para todas as empresas**

	Pessimista	Realista	Otimista
<b>Crescimento</b>	5%	15%	30%

Fonte: Tabela elaborada pelo autor

Estes valores permitiram definir o valor da empresa, em três cenários de crescimento, através das seguintes fórmulas:

Fórmula do período explícito

**Equação 66 - Beta da empresa efeito comparativo**

$$VP_{Pex} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{FCLS}{(1 + WACC)^t}$$

Fórmula do período não explícito, primeira etapa e segunda sucetivamente:

**Equação 67 - 1ª etapa do valor não explícito**

$$VP_{P\tilde{N}ex} = \frac{\overline{FC}}{WACC}$$

**Equação 68 - 2ª etapa do valor não explícito**

$$VP_{P\tilde{N}ex} = \frac{Valor\ 1^a\ Etapa}{(1 + WACC)^5}$$

Portanto, a soma da resultantes do período explícito e não explícito, é a seguinte:

**Tabela 32 - Valor da “Empresa varejista”**

<b>Valor de Projeção</b>			
<b>Período</b>	Pessimista	Realista	Otimista
<b>Explícito</b>	628.474,25	775.643,76	1.069.870,61
<b>Ñ Explícito</b>	397.679,20	626.722,93	1.156.919,51
	Pessimista	Realista	Otimista
<b>Valor da Empresa</b>	1.026.153,45	1.402.366,69	2.226.790,11

Fonte: Tabela elaborada pelo autor

O valor da “Empresa varejista”, acabou se apresentando maior que os das empresas concorrentes, pelo fato de que os proprietários adotaram como modelo de gestão, não contrair

dividas com terceiros, e considerando também que a empresa possui como Value Drivers, importantes fatores que impactam positivamente nos resultados obtidos.

A partir desta afirmação, torna-se claro que a avaliação de empresas, contribui significativamente para o gestor de empresas, lhe permite que além de analisar o valor de sua empresa, possa também identificar que fatores são decisivos e podem contribuir para que as atividades desenvolvidas possam tornar a organização mais eficaz e rentável.

### 5.3 CONTRIBUIÇÕES AO CURSO DE ADMINISTRAÇÃO

O presente estudo de caso, apresenta índices e cálculos, que podem ser aplicadas em outras empresas do setor do varejo que possuem capital fechado, e que podem servir de estudo futuramente na área de Administração Financeira.

A aferição de valor de empresas usualmente é ensinada somente em uma fase do curso de Administração na Universidade Federal de Santa Catarina, porém o presente estudo de caso, demonstrou que a utilização da ferramenta, permite ao gestor, saber e entender um pouco mais de sua organização, através dos valores que podem ser obtidos pelas análises de demonstrativos e pesquisa.

Podendo se concluir que o tema demonstrou ser muito importante, apresentando possibilidades de exploração nos conceitos da Gestão voltada a geração de Valor, esclarecendo e fazendo o estudante da área entender como direcionar as atividades de uma organização, e para o aprimoramento dos Value Drivers que esta empresa possa apresentar.

### 5.4 LIMITAÇÃO E CONSIDERAÇÕES FINAIS

Para este projeto de conclusão de curso, espera-se que tenha como finalidade, demonstrar como utilizar as ferramentas para se realizar uma avaliação de empresas de capital fechado, além de demonstrar como a gestão de uma empresa pode impactar no valor final de uma organização.

Vale ressaltar que uma das maiores dificuldades, para que este tema possa ser objeto de uso em pesquisas futuras, deve-se a possibilidade de que se obtenham dados que estejam próximos da realidade, para poderem ser comparados com os do mercado de ações de empresas do mesmo setor.

Portanto, para que cada vez mais este tema, seja de utilidade para que as empresas possam trazer resultados positivos em suas atividades, se torna necessário que a demonstração

de resultados de empresas brasileiras, sejam mais sucintas ao que de fato é, e para isto é necessário que se acabe com as sonegações e a corrupção gerada pela falta de ética empresarial.

## REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICAS

- ALMEIDA, Mário de Souza. **Elaboração de projeto, TCC, dissertação e tese: uma abordagem simples prática e objetiva**. São Paulo: Atlas, 2011.
- ARAÚJO, Adriana M. P. de. **Ajustes na Contabilidade Tradicional para uma Contabilidade Baseada em Valor**. Tese de Doutorado. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. São Paulo: Universidade de São Paulo, 2002.
- ASSAF NETO, ALEXANDRE. **Finanças corporativas e valor**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2009.
- ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças Corporativas e Valor**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2012.
- ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE LIVREIROS. **Diagnóstico ANL do Setor Livreiro 2012**. 2012. Disponível em: <[http://anl.org.br/web/pdf/diagnostico\\_setor\\_livreiro\\_2012.pdf](http://anl.org.br/web/pdf/diagnostico_setor_livreiro_2012.pdf)>. Acesso em: 12 abr. 2015.
- BAMPI, Rodrigo Eduardo et al. **O Balanço Perguntado como Alternativa de Análise Econômico-Financeira de Micro e Pequenas Empresas: Um Caso de Ensino Ambientado em uma Empresa Calçadista**. 2009. Disponível em: <[http://www.anpad.org.br/diversos/trabalhos/EnEPQ/enepq\\_2009/ENEPQ139.pdf](http://www.anpad.org.br/diversos/trabalhos/EnEPQ/enepq_2009/ENEPQ139.pdf)>. Acesso em: 01 jun. 2015.
- BRASIL ECONÔMICO. **Confiança do comércio volta a perder força e recua em maio**. 2015. Disponível em: <<http://brasileconomico.ig.com.br/brasil/economia/2015-05-28/confianca-do-comercio-volta-a-perder-forca-e-recua-em-maio-aponta-fgv.html>>. Acesso em: 03 maio 2015.
- BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C; MARCUS, Alan J. **Fundamentos da administração financeira**. 3. ed. Rio de Janeiro: McGraw-Hill Medical, 2002. 807p ISBN 8586804339.
- COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Avaliação de Empresas: Valuation**. 2. ed. São Paulo: Makron Books, 2000.
- CORRÊA, Ana Carolina Costa; MATIAS, Alberto Borges; VICENTE, Ernesto Fernando Rodrigues. **Balanço Perguntado: Uma Metodologia de Obtenção de Demonstrativos Financeiros de Micro e Pequenas Empresas**. Disponível em: <[http://www.ead.fea.usp.br/Semead/9semead/resultado\\_semead/trabalhosPDF/52.pdf](http://www.ead.fea.usp.br/Semead/9semead/resultado_semead/trabalhosPDF/52.pdf)>. Acesso em: 01 jun. 2015.

DAMODARAN, Aswath. **Finanças corporativas: teoria e prática**. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2004. 796p. ISBN 0471392200.

EMANUELLE, Tamires. **Gestão Baseada no Valor**. 2009. Disponível em: <<http://www.administradores.com.br/artigos/negocios/gestao-baseada-no-valor/31808/>>.

Acesso em: 24 mar. 2015.

FERREIRA, Janayna Katyuscia Freire de Souza; SILVA, Rhoger Fellipe Marinho da; GUILHERME, Hipônio Fortes. Um panorama evolutivo das finanças e a aplicação das finanças Comportamentais na análise de tomada de decisão dos Investidores no mercado de capitais. 2009. Disponível em:

<[http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:r8qIpQVsRNwJ:www.controladori.a.ufpe.br/Anais2009/artigos/tema\\_6/80.pdf+&cd=1&hl=es&ct=clnk&gl=es](http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:r8qIpQVsRNwJ:www.controladori.a.ufpe.br/Anais2009/artigos/tema_6/80.pdf+&cd=1&hl=es&ct=clnk&gl=es)>. Acesso em: 24 mar. 2015.

GERHARDT, Tatiana Engel; SILVEIRA, Denise Tolvo (Org.). **Métodos de pesquisa**. Disponível em: <<http://www.ufrgs.br/cursopgdr/downloadsSerie/derad005.pdf>>.

Acesso em: 26 maio 2015.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira**. 12. ed. São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2010. xxviii, 775p. ISBN 9788576053323.

GROPPELLI, A. A.; NIKBAKHT, Ehsan. **Administração financeira**. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2010 496p. ISBN 9788502083509

GS & MD GOUVÊA DE SOUZA (Org.). **Perspectivas para o comércio varejista**. 2015. Disponível em: <[>](http://www.gsmd.com.br/pt/noticias/mercado-consumo/perspectivas-para-o-comercio-varejista-em-2015)>. Acesso em: 04 maio 2015.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA ESTATÍSTICA. **Pesquisa mensal do comércio**. 2015. Disponível em:

<[http://ftp.ibge.gov.br/Comercio\\_e\\_Servicos/Pesquisa\\_Mensal\\_de\\_Comercio/Fasciculo\\_Indicadores\\_IBGE/pmc\\_201501caderno.pdf](http://ftp.ibge.gov.br/Comercio_e_Servicos/Pesquisa_Mensal_de_Comercio/Fasciculo_Indicadores_IBGE/pmc_201501caderno.pdf)>. Acesso em: 20 abr. 2015.

KAUARK, Fabiana; MANHÃES, Fernanda Castro; MEDEIROS, Carlos Henrique. **Metodologia da pesquisa : guia prático**. Itabuna: Via Litterarum, 2010. 88 p.

livro do mario

MALKIEL, Burton G.. **A Random Walk Down Wall Street: The time-tested strategy for successful investing**. 10. ed. New York: W. W. Norton & Company, 2012.

MARTINS, Eliseu. Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica. **Cad. estud.**, São Paulo, n. 24, dez. 2000. Disponível em

<[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1413-](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1413-)

92512000000200002&lng=pt&nrm=iso>. acessos em 24 mar. 2015.

PAULA, Ariano Cavalcanti. **Metodologia de pesquisa**. 2004. Disponível em:

<<http://gpo.com.br/tese/metodologia.htm>>. Acesso em: 03 abr. 2015.

RAPPAPORT, Alfred. **New thinking on how to link executive pay with performance**.

Boston: Harvard Business Review. vol. 77, Iss. 2, p. 91, March/April, 1998.

ROSS, Stephen A; WESTERFIELD, Randolph; JAFFE, Jeffrey F. **Administração financeira**. São Paulo: Atlas, 1995. 698p. ISBN 8522413428 (broch.).

ROSS, Stephen A; WESTERFIELD, Randolph; JAFFE, Jeffrey F. **Administração financeira= corporate finance**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002. 776p. ISBN 8522429421.

SANTOS, Carlos José Giudice dos. **TIPOS DE PESQUISA**. Disponível em:

<[http://www.oficinadapesquisa.com.br/APOSTILAS/PROJETO\\_RH/\\_OF.TIPOS\\_PESQUIS A.PDF](http://www.oficinadapesquisa.com.br/APOSTILAS/PROJETO_RH/_OF.TIPOS_PESQUIS A.PDF)>. Acesso em: 05 maio 2015.

SANTOS, José Luiz dos; SCHMIDT, Paulo. **Avaliação de Empresas: foco nos métodos relativos e na precificação de opções : teoria e prática**. São Paulo: Atlas, 2006. 125p ISBN 8522441936

SCHMIDT, Paulo; SANTOS, José Luiz dos. **Fundamentos de avaliação de empresas: foco no método de fluxo de caixa descontado : teoria e prática**. São Paulo: Atlas, 2005. 209p. ISBN 852244143X.

SILVA, Lilian R.; LIMA, Viviane C.. Perspectivas para o comércio varejista. Disponível em:

<[http://www.maxpressnet.com.br/Conteudo/1,738772,Perspectivas\\_para\\_o\\_comercio\\_varejist a\\_em\\_2015\\_-](http://www.maxpressnet.com.br/Conteudo/1,738772,Perspectivas_para_o_comercio_varejist a_em_2015_-)

\_Por\_Lilian\_Rodrigues\_da\_Silva\_e\_Viviane\_de\_Carvalho\_Lima\_,738772,4.htm> Acesso em: 20 de abr. 2015.

SUA FRANQUIA. **SBS LIVRARIA INTERNACIONAL APROVEITA DÉFICIT DO SETOR LIVREIRO**. Disponível em: <<http://www.suafranquia.com/noticias/livrarias-e-papelarias/2014/03/sbs-livraria-internacional-aproveita-deficit-do-setor-livreiro.html>>.

Acesso em: 20 maio 2015.

TOMASELLI, HelioLivio. **Administração baseada em valor : uma abordagem conceitual comparada com a realidade de uma empresa do ramo de telecomunicações**. 2002. 89 f.

Dissertação (Mestrado) - Curso de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2002. Disponível em: <<http://www.lume.ufrgs.br/handle/10183/3367>>.

Acesso em: 24 mar. 2015.

VÂNIA MARIA DO NASCIMENTO DUARTE. **Pesquisas: Exploratória, Descritiva e Explicativa.** Disponível em: <<http://monografias.brasilecola.com/regras-abnt/pesquisas-exploratoria-descritiva-explicativa.htm>>. Acesso em: 05 abr. 2015.